



*Dipartimento di **Impresa e Management***  
*Cattedra di **Economia dei mercati e degli intermediari finanziari***

***“Hedge fund strategie di investimento.***  
***Il momentum degli hedge fund”***

RELATORE

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATO

Maicol Martin  
Matr. 216971

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

# INDICE

<b>Introduzione</b>	4
<b>Capitolo 1 - Background on Hedge Funds</b>	
1.1 Cosa è un Hedge Fund	6
1.2 Caratteristiche distintive	13
1.2.1 Il criterio funzionale	13
1.2.2 Il criterio ambientale	14
1.2.3 Il criterio sociale	19
1.2.4 Altre caratteristiche	20
1.3 Breve storia degli Hedge Funds	24
<b>Capitolo 2 - Caratteristiche operative e organizzative</b>	
2.1 Attori operanti all'interno degli hedge fund	30
2.2 Struttura delle commissioni: regola del 2+20	40
2.3 Gestione attiva e passiva	45
2.4 Ciclo di vita degli hedge fund	47
2.4.1 La nascita	49
2.4.2 La crescita	50
2.4.3 La concorrenza	52
2.4.4 La fine	54
2.4.5 La giusta strategia al momento giusto	56
<b>Capitolo 3 - Strategie d'investimento e applicazione a casi pratici</b>	58
3.1 Directional Strategy	59
3.1.1 Long/short Equity Funds	59
3.1.2 Fondi azionari specializzati long/short	67
3.1.3 Strategie di miglioramento del rendimento (Yield Enhancement)	67
3.1.4 Short selling biased strategies	68
3.1.5 Global Derivatives Hedge Fund Strategies	68
3.2 Event Driven	75
3.2.1 Risk/Merger Arbitrage	76
3.2.2 Distressed securities	78
3.2.3 Special situation	79
3.2.4 Activist Shareholders	81
3.3 Market Neutral	82
3.3.1 Convertible Arbitrage	84
3.3.1.1 Cash and Carry	84
3.3.1.2 Volatility Trading	86
3.3.1.3 Credit Trading	86
3.3.1.4 Rischi del Convertible Arbitrage	87
3.3.2 Fixed Income Arbitrage	88
3.3.3 Equity Market Neutral Funds	91
3.3.3.1 Share Class Arbitrage	96
3.3.3.2 Pair trades	97
3.3.3.3 Mean reversion strategies	97
3.3.3.4 Statistical arbitrage funds	99
3.3.3.5 Fundamental Arbitrage	100
3.3.3.6 Esempio di fondo azionario neutral	101

3.4 Multistrategy Hedge Funds	103
3.4.1 Multistrategy Single Funds	103
3.4.2 Multistrategy Fund of Funds	105
3.4.3 Single Funds versus Funds of Funds	107
3.4.4 Bear market: Multistrategy single funds	109
3.4.5 Bear market: Multistrategy fund of funds	111
3.4.6 Analisi quantitativa	113
<b>Capitolo 4 - Rise and fall degli hedge funds tra passato e presente</b>	
4.1 Il fallimento di Long-Term Capital Management	114
4.2 Lo shock nel settore degli hedge fund ai tempi del Coronavirus	118
<b>Riepilogo e conclusioni</b>	125
<b>Sitografia</b>	126
<b>Bibliografia</b>	129
<b>Ringraziamenti</b>	130

## Introduzione

L'industria degli hedge fund è cambiata radicalmente dal suo inizio nel 1949, quando Alfred Jones creò il primo hedge fund. Ha raggiunto il suo primo boom negli anni '70 e si è trasformata rapidamente in un settore da trilioni di dollari, anche se la crescita storica non è stata immune da battute d'arresto.

Nonostante alcune sfide uniche nell'attuale panorama finanziario, la crescita è ancora la principale preoccupazione e tendenza del settore e questo crea diverse problematiche ai gestori di hedge fund. Infatti, l'aumento della domanda da parte degli investitori significa sia una massiccia crescita delle attività che deve essere assorbita nei fondi esistenti, sia una maggiore concorrenza.

Inoltre, i gestori di hedge fund si trovano anche di fronte ad una continua e crescente instabilità dei mercati globali e sono costretti ad una scelta non sempre semplice: evolvere o cessare. Tuttavia, la struttura tipica del settore degli hedge fund, consente loro di operare come un'area dinamica che riesce ad evolversi a un ritmo molto rapido per realizzare le aspettative degli investitori che sono sempre più alte. Gli investitori richiedono non solo risultati più rapidi, ma anche prodotti più personalizzati in grado di ottenere esposizioni specifiche e soluzioni basate su risultati ottimali indipendentemente dall'andamento dei mercati finanziari in cui operano gli hedge fund.

Questa tesi vuole analizzare il settore complicato ed in rapida evoluzione degli hedge fund con un particolare focus sulle strategie da loro applicate e sulla loro capacità di contrastare le sfide che il settore ha affrontato e deve affrontare attualmente.

Il primo capitolo introduce il concetto di hedge fund attraverso la raccolta di una serie di definizioni, stante la mancanza di un significato preciso e universalmente accettato. Sono poi descritte le diverse caratteristiche chiave che differenziano gli hedge fund dagli altri tipi di investimenti e raccontate le loro origini tramite un breve excursus storico.

Il secondo capitolo approfondisce le caratteristiche operative e organizzative degli hedge fund. In particolare, sono definiti gli attori operanti all'interno di questi fondi e le loro funzioni. Segue la struttura delle commissioni da essi applicate che rispondono al relativo potere contrattuale tra manager e investitori. Nella terza parte del capitolo è descritta la forma di gestione attiva che è tipica dell'investimento in hedge funds proprio per le caratteristiche insite in questi fondi come la ricerca di un rendimento assoluto in linea con una gestione svincolata dal benchmark. La gestione passiva, invece, è una

strategia di investimento che prevede la costruzione di un portafoglio che replichi un indice di riferimento ed è tipica dei fondi indicizzati e degli ETF (exchange traded funds). Infine, viene analizzato il ciclo di vita degli hedge fund con la specifica delle quattro fasi tradizionali: avvio, rapida crescita, maturità e declino.

Il terzo capitolo si concentra sulle strategie di investimento adottate dagli hedge fund che possiamo raggruppare in tre macrocategorie (strategie direzionali, event driven e market neutral) che a loro volta presentano delle sottocategorie in base al particolare strumento di investimento od evento del mercato utilizzato per trarre profitto, ognuna con gradi differenti di livello del rischio e profitto atteso. Il capitolo termina con l'analisi dei fondi multistrategia singoli e dei fondi di fondi.

Il quarto capitolo analizza il caso più emblematico di fallimento degli hedge fund (LTCM) e offre una panoramica dell'attuale situazione del settore a seguito dello scoppio della pandemia del Coronavirus che ha causato uno shock inaspettato sui mercati finanziari.

## Capitolo 1

### BACKGROUND ON HEDGE FUNDS

#### 1.1 Cosa è un Hedge Fund

Secondo David Vaughn<sup>1</sup> (2003), policy adviser nella SEC's Division of Investment Management come consulente su tutti gli aspetti normativi dei fondi privati, non esiste alcun significato universalmente accettato del termine hedge fund.

Hedge fund è un'espressione che si ritiene sia stata applicata per la prima volta nel 1949 a un fondo gestito da Alfred Winslow Jones. Il fondo di investimento privato di Mr. Jones ha combinato posizioni azionarie long e short per "coprire" l'esposizione del portafoglio ai movimenti del mercato. Oggi, gli hedge fund non sono più definiti da una particolare strategia e quella che segue è una selezione di definizioni e descrizioni del termine "hedge fund" che mostra la diversità delle opinioni tra i commentatori<sup>2</sup>.

Il Dipartimento del Tesoro, il Consiglio dei Governatori della Federal Reserve e la U.S. System Securities and Exchange Commission, nella relazione sul Government Securities Market di gennaio 1992, a b-64, spiegano che "il termine hedge fund era in uso già negli anni '60 per descrivere un nuovo veicolo di investimento speculativo che utilizzava sofisticate tecniche di copertura e arbitraggio nel mercato azionario delle imprese. Alla fine degli anni '60, l'ex commissario Hugh Owens della Securities and Exchange Commission descrisse la copertura fondi come partenariati di investimento privato che impiegano le tecniche di investimento di leva e copertura. Negli anni '70 e '80, queste attività o simili si sono ampliate operando in una vasta gamma di strumenti finanziari e attività ... Il termine hedge fund non ha una definizione precisa, ma è stato usato per riferirsi generalmente a un quadro di privati partenariati di investimento impegnati nella negoziazione attiva e nell'arbitrato di una varietà di titoli e materie prime diverse."

---

<sup>1</sup> Zask, Ezra. 2013. All About Hedge Funds. New York: McGraw-Hill.

<sup>2</sup> Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds May 14-15, 2003 Submitted by David A. Vaughan Partner, Dechert LLP - Selected Definitions of "Hedge Fund"

John Downes e Jordan Elliott Goodman nel volume “Finance & investment handbook”, quinta edizione del 1998, scrivevano che “un hedge fund è una società di investimento privata (per investitori statunitensi) o una società di investimento offshore (per investitori non statunitensi o esenti da imposta) in cui il socio accomandatario ha effettuato un investimento personale sostanziale che gli consente di assumere posizioni long e short, utilizzare la leva finanziaria, derivati e investimenti vari in molti mercati. Gli hedge fund spesso corrono grandi rischi su strategie speculative, tra cui vendite allo scoperto, swap e arbitraggio. Un fondo non deve impiegare tutti questi strumenti continuamente; deve semplicemente averli a sua disposizione”.

Il Presidente del Gruppo di Lavoro Statunitense in Financial Markets formato da Dipartimento del Tesoro, Consiglio dei Governatori della Federal Reserve, dalla U.S. System Securities and Exchange Commission e dalla Commodity Futures Trading Commission, nel rapporto del 1999, “Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management (LTCM)”, ha definito il termine Hedge fund come una “varietà di diversi tipi di veicoli di investimento che condividono alcune caratteristiche comuni. Sebbene non sia definito statutariamente”, continua il Gruppo di lavoro, “il termine comprende qualsiasi veicolo di investimento aggregato organizzato privatamente, gestito da professionisti...”.

George Soros, Presidente del Soros Fund, dell'Open Society Foundations, fondatore e consigliere del Quantum Group e definito da Forbes nel 2017 come il più ricco gestore al mondo di hedge funds, nel suo volume “Società aperta: rinnovare il Capitalismo globale” (PublicAffairs, 2000), afferma che “gli hedge funds svolgono una serie di attività di investimento. Si rivolgono a investitori sofisticati e non sono soggetti alle norme che si applicano ai fondi comuni di investimento rivolti al pubblico generale. I gestori di fondi sono compensati sulla base della performance ..., tanto da poterli definire più accuratamente come dei Performance funds”.

Brandon Becker, socio dello studio legale Wilmer, Cutler & Pickering, Washington, ed in precedenza direttore della divisione SEC e Doherty-Minicozzi, ex consulente senior della divisione della SEC, in “Hedge funds in global financial markets 3” del 2000, utilizza il termine hedge fund per descrivere “una vasta gamma di investitori istituzionali che impiegano una serie diversificata di strategie di investimento. Sebbene non vi sia una definizione formale di hedge fund, essi sono ampiamente definiti da ciò che non sono e dai regolamenti ai quali non sono soggetti: in linea generale, il termine hedge fund si riferisce a partenariati di investimento privato non registrati per investitori ricchi e

sofisticati (sia persone fisiche che istituzioni) che utilizzano una qualche forma di leva finanziaria per attuare le proprie strategie di investimento."

Nella "Standard & Poor's guide to offshore investment funds" pubblicata nel 2000, l'autore Robert B. Milroy, ci dice che "'inizialmente istituiti per le 'hedge bets' o per assicurarsi contro i rischi di valuta o di tasso di interesse, gli hedge fund hanno assunto un mandato molto più ampio, investendo in attività che vanno da azioni e titoli a interesse fisso a derivati e materie prime. Il loro obiettivo è quello della realizzazione di un rendimento assoluto indipendentemente dal modo in cui stanno andando i mercati. Gli hedge fund utilizzano strumenti derivati o strumenti di indebitamento (indebitamento rispetto alle attività del fondo) per ottenere una maggiore esposizione ai propri investimenti o per proteggersi dalle perdite. "

Scott J. Lederman, gestore australiano di hedge fund, ampiamente considerato come il "padre del settore degli hedge fund" nel volume "Hedge Funds, in financial product fundamentals: a guide for lawyers" 11-3, 11-4, 11-5, edizione del 2000, ribadiva che "non esiste una definizione precisa del termine hedge fund e non si troverà nelle leggi federali o statali. Il termine è stato inizialmente utilizzato per descrivere i fondi di investimento privati che combinano posizioni azionarie long e short. Si ritiene generalmente che il primo di tali fondi a utilizzare questo approccio sia stato un partenariato di investimento organizzato nel 1949 da Alfred Winslow Jones ... Gli hedge fund non sono più definiti dalla strategia che perseguono e, mentre ci sono fondi odierni che perseguono la strategia di copertura di Jones, numerosi e diversi stili di investimento sono abbracciati da altri hedge fund ... Gli hedge fund sono definiti più dalla loro forma di organizzazione e modalità di funzionamento piuttosto che dalle loro strategie finanziarie."

Nel Rapporto al Congresso del 2002, il Segretario del Tesoro, il Consiglio dei Governatori della Federal Reserve e la U.S. System Securities and Exchange Commission, secondo il § 356 (c) del Patriot Act Usa del 2001, ha definito Hedge Fund come un "veicolo di investimento offerto privatamente che raggruppa i contributi dei suoi investitori al fine di investire in una varietà di classi di attività, quali titoli, contratti a termine, opzioni, obbligazioni e valute."

L'Autorità dei Servizi finanziari del Regno Unito nella Discussion Paper 16, di Agosto 2002, afferma che "non esiste un significato universalmente accettato dell'espressione hedge fund; in effetti, esistono molte definizioni concorrenti (e talvolta parzialmente contraddittorie). Il termine è entrato in uso per la prima volta negli anni '50 per descrivere qualsiasi fondo di investimento che utilizzava commissioni di

incentivazione, vendite allo scoperto e leva finanziaria. Una definizione sommaria frequentemente utilizzata nelle relazioni ufficiali del settore è "qualsiasi veicolo di investimento aggregato organizzato privatamente, gestito da gestori di investimenti professionali e non ampiamente disponibile al pubblico". Il termine può anche essere definito considerando le caratteristiche più comunemente associate agli hedge funds.

Di solito, gli hedge funds:

- sono organizzati come società di investimento private o società di investimento offshore;
- utilizzano un'ampia varietà di strategie di trading che prevedono l'assunzione di posizioni in una vasta gamma di mercati;
- impiegano un assortimento di tecniche e strumenti di negoziazione, spesso includendo vendite allo scoperto, derivati e leva finanziaria;
- pagano commissioni di performance ai loro gestori;
- gli investitori sono individui e istituzioni benestanti ed è richiesto un limite di investimento minimo relativamente elevato (fissato a \$ 100.000 o superiore per la maggior parte dei fondi) ".

La Managed Funds Association (MFA) di Washington risponde alle faqs del 2003, definendo "Un hedge fund ...come un fondo offerto privatamente che è gestito da società professionali di gestione degli investimenti (o hedge fund manager). Il termine hedge fund si riferisce alla capacità dello stesso di coprire il valore delle attività che esso detiene (ad esempio, attraverso l'uso di opzioni o l'uso simultaneo di posizioni long e vendite allo scoperto). Tuttavia, alcuni hedge fund si impegnano solo in strategie di "buy and hold" o altre strategie che non comportano una copertura nel senso tradizionale. Il termine hedge fund è utilizzato per indicare i fondi impegnati in oltre 25 diversi tipi di strategie di investimento ... ".

Jaeger, Robert A., nel suo volume "All about hedge funds: the easy way to get started" pubblicato nel 2003 da McGraw-Hill, descrive provvisoriamente un hedge fund come " un fondo di investimento gestito attivamente che cerca un rendimento assoluto. Nel perseguimento del loro obiettivo di rendimento assoluto, gli hedge fund utilizzano una vasta gamma di strategie e strumenti di investimento. Gli hedge fund sono progettati per un piccolo numero di grandi investitori e il gestore del fondo riceve una percentuale degli utili conseguiti dal fondo."

William H. Donaldson, Presidente della Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti, in carica da febbraio 2003 a giugno 2005, nella sua testimonianza disponibile sul sito <http://www.sec.gov/news/testimony/041003tswhd.htm>, affermava che "il termine hedge fund non è definito, neanche dalle leggi federali. In effetti, non esiste un significato universale comunemente accettato. Dato che gli hedge fund hanno acquisito statura e importanza, tuttavia, il termine si è sviluppato in una classificazione generale di molti pool di capitale gestiti privatamente e non registrati. Questi pool di capitale possono o meno utilizzare le sofisticate strategie di copertura e arbitraggio utilizzate dagli hedge fund tradizionali e molti sembrano impegnarsi in strategie azionarie relativamente semplici. Fondamentalmente, molti hedge fund non lo sono in realtà, e il termine è stato usato impropriamente in molti casi. "

La Securities And Exchange Commission, alle domande sugli hedge funds, disponibili su <http://www.sec.gov/answers/hedge.htm>, risponde che "come i fondi comuni di investimento, gli hedge fund mettono in comune il denaro degli investitori e investono tali fondi in strumenti finanziari nel tentativo di ottenere un rendimento positivo. Tuttavia, a differenza dei fondi comuni di investimento, gli hedge fund non sono registrati presso la SEC e pertanto non sono soggetti ad una sua supervisione. A causa di questa mancanza di controllo regolamentare, gli hedge fund sono stati storicamente disponibili per investitori accreditati e grandi istituzioni limitandoli attraverso importi minimi di investimento (ad esempio \$ 1 milione). Molti hedge fund cercano di trarre profitto da tutti i tipi di mercati perseguendo la leva finanziaria e altre pratiche speculative di investimento che possono aumentare il rischio di perdita degli investimenti. "

Dal sito della Securities And Exchange Commission è disponibile la guida "Invest Wisely: an introduction to mutual funds", (<http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm>), da cui si evince che "Hedge fund è un termine generale e non legale utilizzato per descrivere pool di investimento privati non registrati, tradizionalmente investitori sofisticati e ricchi. Gli hedge fund non sono fondi comuni di investimento e, in quanto tali, non sono soggetti alle numerose normative che si applicano ai fondi comuni di investimento per la protezione degli investitori, compresi i regolamenti che richiedono un certo grado di liquidità, i regolamenti che richiedono che le quote di fondi comuni di investimento siano rimborsabili in qualsiasi momento, le normative a tutela dei conflitti di interesse, le norme per garantire l'equità nella determinazione dei prezzi delle quote di fondi, regolamenti di divulgazione o che limitano l'uso della leva finanziaria e altro ancora."

La parola “Hedge” si può tradurre in italiano in “siepe”. Perciò si può dedurre che l’hedge fund non sia un unico fondo d’investimento, ma un agglomerato di investimenti. L’universo degli Hedge Funds, quindi, è ampio e complesso, dal momento che si suole includere in questa categoria un gran numero di strategie d’investimento, solitamente tutte quelle non strettamente legate alle asset class tradizionali (azioni e obbligazioni)<sup>3</sup>. Per questa ragione, gli Hedge Funds rientrano nel novero degli investimenti alternativi, sempre in contrapposizione con le forme di gestione del risparmio di tipo tradizionale, regolate da leggi e regolamenti specifici che ne limitano l’operatività e il rischio.

Hedged può essere tradotto in italiano anche come “copertura”. Anche se risulta difficile definire un hedge fund, per la maggior parte delle persone il concetto di base risulta così esemplificato: sfruttare le attività, supportate da posizioni *long* e *short* in *equity securities*. Il loro stesso nome suggerisce che *l’equity market factor* (che spiega ben oltre il 90% dei rendimenti tipici dei fondi comuni di investimento a lungo termine) è stato “hedged”, cioè coperto. Si ritiene in effetti, che questi fondi nascano proprio con lo scopo di gestire il patrimonio eliminando la maggior parte del rischio di mercato e massimizzando i profitti, indipendentemente dal fatto che il mercato in generale sia rialzista o ribassista<sup>4</sup>. Se il *market factor* (o la principale fonte di rischio sistematico) è stato coperto, ciò che resta da ricercare deve essere l’Alpha o la performance corretta per il rischio del gestore degli hedge fund.

In questa asset class, gestori altamente qualificati e con una lunga esperienza sono in grado di variare l’esposizione del portafoglio, catturando opportunità quando si presentano e gestendo la volatilità nei momenti negativi. E questo ha aumentato il fascino degli hedge fund<sup>5</sup>.

Dalle definizioni elencate possiamo quindi riassumere che, il termine Hedge Fund si riferisce comunemente a fondi d’investimento che, attraverso l’utilizzo di strategie piuttosto complesse come la leva finanziaria, l’apertura di posizioni long e short e l’investimento in titoli derivati sui mercati nazionali e internazionali, hanno come obiettivo quello di ridurre la volatilità, il rischio nel tentativo di preservare il capitale e massimizzare il rendimento derivante dall’investimento in qualsiasi condizione di mercato.

---

<sup>3</sup> Luca De Biasi – Wealth Business Leader Mercer hedge funds: fonti di rendimento alternative al servizio della diversificazione

<sup>4</sup> [www.morovisconti.com/wp/gli-hedge-fund-modelli-di-business-e-valutazione-delle-sgr-speculative/](http://www.morovisconti.com/wp/gli-hedge-fund-modelli-di-business-e-valutazione-delle-sgr-speculative/)

<sup>5</sup> Luca De Biasi – Wealth Business Leader Mercer hedge funds: fonti di rendimento alternative al servizio della diversificazione

Tutto ciò ha reso gli hedge funds un argomento di crescente interesse da parte degli investitori; ha anche dato ai gestori di hedge fund la reputazione di essere la *crème de la crème* dei gestori finanziari.

Con l'aumentare del numero di hedge funds e della quantità di attività che vi si riversano, i fondi hanno assunto un livello di interesse preminente. Negli ultimi decenni, gli hedge funds si sono evoluti da "veicoli di investimento marginale per investimenti a maggiori investitori istituzionali del mondo" (Zask, Ezra 2013, *All About Hedge Funds*, New York: McGraw-Hill, p. Ix). Gli investitori più sofisticati, tra cui fondi pensione, fondi, compagnie assicurative, banche private e famiglie e persone con un patrimonio netto elevato, sono attratti dagli hedge funds. Non sorprende quindi che questi abbiano attirato una notevole attenzione da parte di investitori, professionisti e accademici. Il periodo successivo alla crisi finanziaria del 2007-2008, chiamato anche crisi finanziaria globale, è stato tumultuoso per gli hedge fund e si è tornati insistentemente a discutere su responsabilità ed ombre degli stessi.<sup>6</sup> Alcuni affermano che gli hedge funds hanno contribuito alla volatilità del mercato. Tuttavia, altri rilevano che aggiungono stabilità ai mercati stessi e contribuiscano all'efficienza e all'autoequilibrio dei mercati finanziari e che un regime regolamentare "leggero" in un mercato globale libero, con norme di base pressoché armonizzate, costituirebbe l'opzione migliore.

Nel tempo è emersa una notevole letteratura ed oggi gli hedge funds sono diventati, e probabilmente rimarranno, una parte essenziale del panorama finanziario.

---

<sup>6</sup> H. Kent Baker and Greg Filbeck. *Hedge Funds (Financial Markets and Investments)* (p.ii). Oxford University Press.

## 1.2 Caratteristiche distintive

Esistono tre criteri attraverso i quali identificare un hedge fund<sup>7</sup>:

- il criterio funzionale;
- il criterio ambientale;
- il criterio sociale

### 1.2.1 Il criterio funzionale

Il primo criterio, di natura funzionale, è rappresentato dall'elevato ricorso alla leva finanziaria nelle strategie di investimento. La leva finanziaria (leverage), rappresenta l'indebitamento allo scopo di investire il denaro preso a prestito. Di solito i fondi che utilizzano questo mezzo investono il loro patrimonio netto, 2 volte (nel caso delle azioni) o 3 volte (nel caso di acquisto di obbligazioni) arrivando anche fino a 4/7 volte specialmente nel caso dei fondi global macro. I global macro sono fondi che basano le decisioni di investimento sull'analisi della situazione macro-economica, ricercando opportunità attraverso lo studio di fattori come le dinamiche congiunturali globali, la situazione politica, i tassi di interesse, l'inflazione e i trend di mercato, investendo in un'ampia gamma di asset, comprese le valute, i derivati e le materie prime.

Un fondo può ottenere la leva finanziaria in due modi<sup>8</sup>:

- il ricorso al credito, che determina rendimenti maggiori per gli investitori nel fondo, perché questi sono ottenuti su un portafoglio maggiormente diversificato e, quindi, costituito da attività maggiori rispetto alle disponibilità investite (balance sheet leverage<sup>9</sup>).
- posizioni fuori bilancio, come derivati e notes strutturate. Si tratta di partite che possono gonfiare i rendimenti permettendo esposizioni verso le attività sottostanti

---

<sup>7</sup> ESPOSITO, Hedge funds: la loro attività e le proposte di regolamentazione, in «Banca commerciale italiana», 1999, 10.

<sup>8</sup> Rassegna trimestrale BRI, marzo 2005

<sup>9</sup> Ovviamente, questa strategia amplifica anche le perdite potenziali nel caso di sottoperformance del portafoglio.

senza erogare contante in misura pari al valore delle attività stesse (instrument leverage).

Chiaramente il ricorso alla leva finanziaria è profittevole<sup>10</sup> solo se i ritorni attesi dall'investimento sono superiori agli interessi pagati. Si tratta comunque di un'arma a doppio taglio, perché consente di amplificare guadagni e perdite. Il caso più noto è certamente il collasso del Long Term Capital Management Fund (LTCM) nel quadro della crisi russa del 1998 che verrà dettagliatamente descritto nel capitolo 4 del presente elaborato. Questo fondo, costituito nel 1994 da John Meriwether, poteva avvalersi nello staff di gestione anche di due premi Nobel, Myron Scholes e Robert Merton. Le buone performance dei primi anni e i contatti con molte banche internazionali gli aprirono facilmente l'accesso ai crediti: all'inizio del 1998, infatti, l'LTCM controllava un portafoglio di circa 100 miliardi di dollari americani (USD) a fronte di un valore reale di soli 4 miliardi, con una leva finanziaria pari a 25 volte il capitale investito.

### 1.2.2 *Il criterio ambientale*

Il secondo, il criterio ambientale, è rappresentato dal fatto che, finora aperti solo agli investitori istituzionali o ad *ultra-wealthy*, gli hedge fund sono soggetti a normative molto più deboli rispetto ad altri fondi di investimento. Sono concessi maggiori gradi di libertà in fase di gestione e sono imposte alcune limitazioni legate al numero dei partecipanti al fondo, all'ammontare minimo di investimento, alla sollecitazione dell'investimento presso il pubblico e alla pubblicità della documentazione contabile. La normativa, anche se moderata, nasce quindi a tutela dei piccoli investitori visto che la disciplina degli Hedge Fund deroga alle normali limitazioni previste per gli investimenti.

Specifiche regolamentazioni relative ai fondi alternativi sono state emanate negli Stati Uniti con il Dodd-Frank Act<sup>11</sup> che è entrato in vigore nel 2010, sotto la presidenza di Barack Obama, in seguito alla crisi dei mutui sub-prime del 2007, durante la quale gli hedge funds furono accusati di aver contribuito a far crescere la bolla e di aver guadagnato, dopo il suo scoppio, centinaia di milioni di dollari dalle perdite sui titoli

---

<sup>10</sup> Riscontri aneddotici confermano la crescente tendenza degli hedge fund ad assumere ampie posizioni in contratti derivati con varie controparti. Il capitale che i fondi raccolgono dagli investitori viene usato principalmente come collaterale per questo tipo di transazioni.

<sup>11</sup> Federal Register, Volume 78, Edizione 222; La regolamentazione degli hedge funds negli Usa: dal quasi-collasso di long-term capital management al dodd-frank act di Casimiro A. Nigro e Giovanni Romano - 26.5.2013

collegati alle cartolarizzazioni dei mutui, che la stessa industria hedge aveva contribuito a creare, ponendosi come una delle principali fonti di domanda, grazie ai credit default swaps stipulati per scommettere sul fallimento delle banche emittenti<sup>12</sup>.

Il Dodd-Frank Act modifica i meccanismi di regolazione della finanza statunitense con lo scopo di tutelare maggiormente i consumatori ed in particolare prevede norme relative al controllo su operatori finanziari, come gli hedge funds, che sono sotto la supervisione della Securities and Exchange Commission.

Ormai era giunto il momento di approvare una regolamentazione pubblica ben più stringente che in passato, così come confermato in sede di G-20, dove si era convenuto che “gli hedge fund, o comunque i loro gestori, saranno registrati e saranno tenuti a divulgare informazioni adeguate su base continuativa a supervisori o autorità di regolamentazione, anche sulla loro leva finanziaria, ai fini della valutazione dei rischi sistemici che rappresentano individualmente o collettivamente”<sup>13</sup>.

A livello europeo la svolta è arrivata con la Direttiva Comunitaria AIFM272011/61/UE (Alternative Investment Fund Managers), che è il risultato della volontà politica del G20 volta ad introdurre un controllo regolamentare più stringente sul rischio sistemico che può derivare dalle attività dei soggetti che operano nel settore dei fondi di investimento cosiddetti “alternativi”, vale a dire di quei fondi di investimento diversi, e quindi alternativi, rispetto ai fondi noti come UCITS. La Direttiva AIFM definisce “Fondo di Investimento Alternativo” l’organismo di investimento collettivo che raccoglie “capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori” e che non necessita di un’autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS IV.<sup>14</sup> La AIFMD si può dire quindi abbia adottato il classico approccio “one size fits all” volendo regolare tutti quei gestori di fondi di investimento che non sono disciplinati dalla Direttiva UCITS IV e prima regolati in Italia dal DM 228/1999, tra cui troviamo anche gli hedge fund. Si propone di porre in essere procedure operative specifiche e sistemi di gestione del rischio e della liquidità più severi rispetto a quelli esistenti se non, in certi casi, inesistenti per i GEFIA, di incentivare il livello di trasparenza nei confronti degli investitori, e di introdurre requisiti di capitale

---

<sup>12</sup> In alter parole, è stato da alcuni sostenuto che molte delle cartolarizzazioni furono concepite per offrire agli hedge funds titoli high-yield da acquistare (cfr. MARKMAN, Are We Headed for an Epic Bear Market? September 20, 2007, in <http://articles.moneycentral.msn.com>)

<sup>13</sup> G-20, Final Declaration, London Summit, April 2, 2009, p. 3.

<sup>14</sup> <https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/gestione-collettiva-del-risparmio/direttiva-gestori-fondi-investimento-alternativi-aifmd>

minimo e regole sulla remunerazione dei gestori più stringenti delle precedenti. A controbilanciare l'incremento di regolamentazione, c'è la creazione delle condizioni per la costituzione di un mercato unico e integrato a livello europeo anche per i fondi d'investimento alternativi, sulla scia di quanto precedentemente realizzato per i fondi comuni di investimento attraverso l'introduzione di un regime armonizzato di "passaporto europeo".

Fino al completo recepimento della Direttiva AIFM, i fondi hedge in Italia sono rimasti disciplinati dal Decreto 24 maggio 1999 n. 228 successivamente abrogato dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 Marzo 2015, n. 30, in attuazione dell'art. 39 del TUF e dal Provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999. Il Decreto del 1999 ha approvato "Il Regolamento attuativo dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento" e all'art. 16<sup>15</sup>, oltre a definire gli hedge fund dei fondi speculativi, prevedeva dei limiti importanti: massimo 200 partecipanti<sup>16</sup> con almeno 500mila euro investiti ciascuno e divieto di sollecitazione all'investimento. L'iniziale riserva di gestione dei fondi speculativi a favore di SGR che avessero come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di tale tipologia di fondi è stata successivamente ammorbidita stabilendo che è la Banca d'Italia a stabilire i casi in cui i fondi speculativi possono essere istituiti e gestiti solo da SGR. Inoltre, è stata abrogata nel 2008 la previsione del limite massimo dei partecipanti, fissato dapprima in 100 soggetti,

---

<sup>15</sup> Art. 16 Fondi speculativi

1. Le SGR possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio e' investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dal rischio stabilite dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), del testo unico.

2. Il numero dei soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non puo' superare le cento unita'.

3. L'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione di fondi speculativi non puo' essere inferiore a un milione di euro.

4. Le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.

5. Il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosita dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia.

6. Nel regolamento del fondo sono indicati i beni oggetto dell'investimento e le modalita' di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti ed al rimborso delle quote.

7. La Banca d'Italia indica i casi in cui i fondi disciplinati dal presente articolo, in considerazione dei potenziali effetti sulla stabilita' della societa', possono essere istituiti o gestiti solo da SGR che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di tali fondi.

<sup>16</sup> Il limite dei soggetti partecipanti richiama la normativa USA Investment Company Act del 1940 che si applicava solo a fondi con almeno 101 investitori (borsaitaliana.it). Non a caso, Alfred W. Jones, riconosciuto come il padre degli hedge fund, decise che il suo fondo avrebbe avuto non più di 99 investitori.

poi elevato a 200 ed infine soppresso. Si può quindi notare come nel tempo siano state superate alcune previsioni dettate dalla potenziale pericolosità di tale tipologia di fondi<sup>17</sup>.

Il 5 agosto 2013 la Banca d'Italia e la Consob hanno pubblicato un comunicato congiunto contenente alcuni chiarimenti circa la normativa applicabile a far data dal 22 luglio 2013 in attesa del recepimento della Direttiva AIFM.

Successivamente, visti i termini ristretti entro i quali la stessa avrebbe dovuto trovare applicazione, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha sottoposto a pubblica consultazione un documento recante taluni emendamenti da apportare al TUF al fine di garantirne la coerenza con le previsioni di matrice comunitaria (il "Documento in Consultazione").

In data 20 agosto 2013, è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale la legge 6 agosto 2013 n. 96 concernente "Delega al governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione degli altri atti – Legge di delegazione europea 2013" recante, inter alia, la delega al governo per l'attuazione della Direttiva AIFM.

La direttiva AIFM è stata recepita nell'ordinamento italiano attraverso il d.lgs. 4 marzo 2014 n. 44, in vigore dal 9 aprile 2014, con il quale sono state apportate profonde modifiche al Testo unico della finanza, riguardo al quadro della disciplina della gestione collettiva. Infine, a tali modifiche, è seguita la versione definitiva del nuovo Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 Marzo 2015, n. 30, in attuazione dell'art. 39 del TUF, concernente la determinazione dei criteri generali a cui devono uniformarsi gli OICR italiani. All'interno di questa normativa gli hedge fund ricoprono la nuova categoria di "fondi di investimento alternativi (FIA) italiani" e qualora, l'investimento nel fondo sia consentito solo ad investitori professionali, come definiti in base alla disciplina MiFID (sia professionali di diritto, sia su richiesta) il TUF inquadra gli hedge funds nella più specifica classe di "FIA italiani riservati"<sup>18</sup>. Il recepimento e la fissazione di regole per i FIA era necessaria perché la direttiva europea non li disciplinava, e quindi questi fondi continuano ad essere normati e sottoposti a vigilanza a livello nazionale. Infatti, sarebbe stato eccessivo disciplinare la struttura o la composizione dei portafogli dei FIA gestiti da GEFIA a livello di Unione e sarebbe stato difficile conseguire un'armonizzazione così

---

<sup>17</sup> Art funds e gestione collettiva del risparmio di Silvia Segnalini.

<sup>18</sup> FIA RISERVATI: fondi che possono essere sia di tipo aperto che di tipo chiuso, che si rifanno alla direttiva AIFM. La partecipazione è "riservata" esclusivamente ad investitori professionali e ad investitori non professionali che sottoscrivono quote o azioni del FIA per almeno 500.000 euro e che dichiarano per iscritto di essere consapevoli della rischiosità dell'investimento.

vasta a causa della grande varietà di tipi di FIA gestiti dai GEFIA<sup>19</sup>. Ai FIA italiani riservati non si applicano molte delle previsioni che, di contro, trovano applicazione ai fondi destinati al pubblico indistinto. In particolare, non si applicano i limiti di investimento previsti per i FIA aperti o chiusi ed il loro regolamento non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia. Prevalde, quindi, il principio per cui gli investitori, essendo "professionali", sono in grado di negoziare direttamente con il gestore le condizioni contrattuali che ritengono migliori, e il controllo amministrativo è dunque ridotto al minimo. In base all'art. 14 del D.M. n. 30/2015, il Regolamento FIA italiano riservato può prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali i quali devono però sottoscrivere o acquistare quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a 500.000 euro (partecipazione non frazionabile). Nel caso in cui un gestore intenda limitare la propria attività ai soli FIA chiusi riservati, il capitale minimo richiesto, in luogo di 1.000.000, è ridotto a 500.000 euro. Alcuni asset manager alternativi hanno ritenuto ingiustificate queste regole, il cui obiettivo principale è la protezione dell'investitore: i loro clienti e loro stessi, in quanto professionisti informati, sono consapevoli dei loro investimenti e ne conoscono i rischi ad essi legati<sup>20</sup>. Tuttavia, il rafforzamento della protezione degli investitori è sinonimo anche di una maggiore trasparenza e quindi di una comunicazione più efficace. La direttiva MiFID II, entrata in vigore nel gennaio 2018, stabilisce dunque che le informazioni fornite al cliente devono essere chiare, corrette, non soggette a interpretazione e sempre aggiornate. Inoltre, ha previsto che i gestori devono dare agli investitori un valore aggiunto per giustificare le loro commissioni, il cosiddetto value for money. Quanto più una asset class è complessa da gestire, quanto meno le informazioni sono di pubblico dominio, e quanto più importante è l'analisi, tanto più è possibile dimostrare di aver generato un valore<sup>21</sup>. Una professionalità va remunerata equamente.

---

<sup>19</sup> <http://www.governo.it/sites/governo.it/files/74996-9280.pdf>

<sup>20</sup> REGOLAMENTAZIONE: DIECI ANNI DI EVOLUZIONE, E POI? AGEFI - Febbraio 2019 - Jean-Pierre Gomez

<sup>21</sup> <https://www.focusrisparmio.com/magazine/focusrisparmio-ott-nov-2019>

### 1.2.3 Il criterio sociale

Il terzo, il criterio sociale, è rappresentato dalla scelta di una forma di società tale da evitare di incappare nella normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio e che, quindi, consente un notevole grado di opacità.

La normativa sugli hedge fund è quasi integralmente di matrice statunitense, patria di questo tipo di strumenti di investimento. Negli States, tuttavia, per evitare le norme che ridurrebbero eccessivamente la libertà di operare degli hedge, questi vengono quasi sempre costituiti come società, in modo da sottrarli all'assimilazione a organismi collettivi di risparmio (quali i mutual funds tradizionali) in ragione della loro natura contrattualistica<sup>22</sup>. Le forme giuridiche con cui vengono inquadrati gli hedge funds sono quindi la Limited partnership e la Corporation.

La Limited Partnership è un istituto del diritto anglosassone per molti aspetti assimilabile all'italiana società in accomandita semplice. La legge prevede che non possano effettuare sollecitazioni all'investimento e che i soci/investitori non debbano essere più di 100; di questi almeno il 65% deve rientrare nella categoria degli *accreditor investors* (persona fisica che dispone di un patrimonio netto di almeno un milione di dollari o che ha dichiarato nell'anno precedente un reddito di almeno 200.000 dollari o di 300.000 se si tratta di una coppia di coniugi). In questo caso il gestore è responsabile illimitatamente per le obbligazioni sociali, mentre i soci/investitori lo sono solo relativamente al loro capitale. Il fondo così organizzato non è soggetto all'obbligo di registrazione alla Sec<sup>23</sup>, ma il limite massimo di 100 soci, oltre all'eccessivo rischio personale corso dal gestore, fanno solitamente preferire l'altra forma giuridica.

La Corporation corrisponde alla S.p.A italiana ma con molte meno incombenze burocratiche e meno obblighi formali, viene solitamente costituita in paesi off shore allo scopo di poter operare con ancora meno vincoli e in molti casi di beneficiare di forti esenzioni fiscali. Altri vantaggi riguardano il fatto che tutti i soci, gestore incluso, sono responsabili unicamente in ragione della quota di capitale possedute e che non vi è limite alcuno al numero di soci che possono aderire al fondo. Per proteggere maggiormente gli investitori, sono entrate in vigore nuove norme più restrittive da applicarsi a quei fondi con un patrimonio superiore ai trenta milioni di dollari e che contino quindici o più

---

<sup>22</sup> FTA Online News, Milano, 03 Mar 2006 – 10.34

<sup>23</sup> Securities and Exchange Commission, l'equivalente della nostra Consob

investitori/soci. Tali obblighi riguardano la registrazione presso la Sec<sup>24</sup>, revisioni contabili periodiche e regole più severe nella conservazione degli archivi. La Sec ha deciso, comunque, di esonerare da queste norme i fondi che si impegnano a non liquidare l'investimento dei propri clienti per almeno due anni.

Questi tre tratti caratteristici non necessariamente ricorrono in tutti gli hedge fund; allo stesso tempo, alcuni di essi possono anche essere presenti in altri soggetti finanziari, ai quali non viene attribuita normalmente la qualifica di hedge fund<sup>25</sup>.

#### 1.2.4 *Altre caratteristiche.*

Ulteriori particolari caratteristiche degli hedge funds sono che:

- Non presentano vincoli predefiniti in materia di oggetto d'investimento;
- Diversificazione delle operazioni;
- Ottimi rendimenti non correlati con alcun indice di riferimento;
- Volatilità contenuta.

Gli hedge fund investono in molti tipi di attività finanziarie; alcuni sono specializzati in azioni, altri in obbligazioni, altri in valuta estera. I gestori di hedge fund possono anche impegnarsi liberamente nell'investire risorse in futures. Gli investitori conoscono già azioni e obbligazioni come classi di attivo, tuttavia, alcuni di loro cercano ancora di comprendere il ruolo svolto dai fondi alternativi all'interno del portafoglio. L'investimento in azioni li espone ai profitti societari. Se l'azienda ricava un guadagno oppure prevede di realizzarlo in futuro, le azioni registrano un andamento positivo, mentre nel caso contrario, hanno una tendenza negativa. Le obbligazioni costituiscono una forma di prestito, quindi, il loro rendimento è più sicuro rispetto a quello delle azioni. Il beneficiario (società/Stato) si impegna a rendere una quantità di denaro entro una determinata data, tuttavia, a differenza delle azioni, non generano alcun vantaggio diretto nel momento in cui l'azienda interessata abbia successo.

I fondi hedge seguono un principio diverso. Ad esempio, gli hedge fund sono altamente flessibili nelle loro opzioni di investimento perché possono utilizzare strumenti

---

<sup>24</sup> Securities and Exchange Commission, ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, protezione degli investitori e mantenimento dell'ordine nei mercati affinché siano equi e efficienti

<sup>25</sup> Banca Commerciale Italiana – Servizio Studi e analisi finanziaria – Hedge funds: la loro attività e proposte di regolamentazione – M. Esposito – Editing S. Papandrea Milano, Dicembre 1999

finanziari generalmente fuori dalla portata dei fondi comuni di investimento. Pertanto, possono impegnarsi in strategie e posizioni più aggressive, come le vendite allo scoperto, la negoziazione di strumenti derivati come le opzioni e l'utilizzo della leva finanziaria (indebitamento) per migliorare il profilo di rischio / rendimento.

Lo Short Selling (o vendita allo scoperto), consiste nel prendere a prestito titoli di cui si prevede la possibilità di ribasso, venderli sul mercato investendo i proventi e ricomprando poi gli strumenti finanziari in questione per restituirli a scadenza, lucrando la differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di riacquisto<sup>26</sup>. La Sec, per evitare rischi eccessivi, ha imposto il *margin account*, cioè l'obbligo di mantenere un deposito vincolato (in contanti o titoli) pari al 50% del valore dei titoli shortati (venduti), integrando quindi il versamento iniziale nel caso in cui il prezzo degli strumenti venduti risalga, obbligando di fatto a chiudere le posizioni corte se le perdite diventano molto alte<sup>27</sup>.

L'utilizzo dei derivati (opzioni e futures) è una delle strategie che i gestori hedge privilegiano arrivando ad allocare su queste attività finanziarie anche più del 100% del patrimonio combinandole in complesse strutture per ridurre i rischi o per aumentare i rendimenti.

Hedging consiste nella strategia di coprire, attraverso vendite allo scoperto e l'uso di derivati, il portafoglio dalla volatilità di mercato: se questo nel complesso sale, si beneficerà dei guadagni in conto capitale dei titoli detenuti; in caso di ribasso, invece, le posizioni corte e/o i derivati garantiranno guadagni in grado di controbilanciare il deprezzamento delle posizioni lunghe<sup>28</sup>.

Gli hedge fund usano spesso la leva finanziaria. Possono prendere quindi in prestito fondi per aumentare potenzialmente i loro rendimenti.

Un hedge fund non utilizza necessariamente tecniche di copertura dato che lo schema di classificazione degli hedge fund si è notevolmente ampliato nel tempo. La copertura del rischio richiede di intraprendere un'operazione finanziaria che compensa una posizione lunga assumendo una posizione corta supplementare, o che compensa una posizione corta assumendone una lunga supplementare. Se una istituzione finanziaria ha acquistato titoli, ha assunto una posizione lunga e ciò la espone a un rischio se i rendimenti

---

<sup>26</sup> Profili giuridici del mercato dei crediti in sofferenza Di Violante Umberto

<sup>27</sup> Il Risparmio Gestito - Di Degregori & Partners

<sup>28</sup> [www.Borsaitaliana.it](http://www.Borsaitaliana.it) – HEDGING -Effettuare una o piu' operazioni di copertura per proteggersi dai rischi legati ad un altro investimento- FTA Online News, Milano, 19 Feb 2010 - 16:06

dell'attività stessa scendono<sup>29</sup>. L'operazione di copertura consisterà nel vendere i titoli, assumendo una posizione corta, a una certa data futura. In alternativa, se ha assunto una posizione corta vendendo titoli che deve trasferire in una determinata data futura, allora l'operazione di copertura dovrebbe consistere nell'acquisto di quei titoli (ossia nell'assunzione di una posizione lunga) in una predefinita data futura.

L'unica limitazione all'universo di investimento di un hedge fund è il suo mandato. Pertanto, gli hedge funds possono investire in qualsiasi cosa tra cui azioni, derivati, terreni, proprietà immobiliari e valute. Al contrario, la maggior parte dei fondi comuni di investimento segue il tradizionale modello "long only" di investimento in quanto si attiene principalmente agli investimenti in azioni o obbligazioni. Questa caratteristica degli hedge funds di non essere un'asset class ben definita quanto piuttosto una collezione di strategie eterogenee può essere determinante, perché investire in Hedge Funds permette di cogliere opportunità di mercato mantenendo un'esposizione contenuta al rischio sistemico, quello che tende a divampare quando la fiducia degli investitori, a un tratto, scompare.

Gli hedge si differenziano fondamentalmente per la ricerca di un maggior rendimento a parità di rischio o un rischio minore a parità di rendimento, proprietà precipua di una sana gestione, comunque, in un'ottica di diversificazione del rischio e degli investimenti. Rispetto ai fondi tradizionali, in cui vi è l'obbligo di adottare un benchmark di riferimento atto a valutare la performance del fondo, il gestore di Hedge Funds è invece libero da vincoli in merito alle attività da tenere in posizione e ha il solo obiettivo di perseguire rendimenti assoluti positivi in qualunque condizione di mercato<sup>30</sup>. Generalmente, infatti, la maggior parte di fondi comuni, sicav e fondi speculativi hanno come obiettivo quello di «replicare» l'indice di mercato di riferimento, a seconda della tipologia d'investimento effettuato; se, ad esempio, un fondo comune investe in azioni, lo scopo sarà quello di generare un rendimento pari a quello generato dall'indice azionario di riferimento. I fondi tradizionali sono in un certo senso limitati dal benchmark, laddove la composizione dei portafogli è condizionata dalla presenza di titoli che compongono il benchmark di riferimento, e se questo ha una performance negativa il gestore mira sì a battere il benchmark, ma essendo limitato dal riferimento, potrebbe accontentarsi anche di una negatività. Gli hedge fund, invece, hanno come obiettivo quello di generare un rendimento che non è in alcun modo correlato con alcun indice di riferimento, ma che deve

---

<sup>29</sup> Istituzioni e mercati finanziari Di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Giancarlo Forestieri

<sup>30</sup> Investire in Hedge Funds Di Degregori & Partners

essere comunque superiore a quello ottenibile in altri fondi che si limitano a replicare quell'indice. Il gestore del fondo, quindi, ha lo scopo di generare un rendimento extra rispetto all'indice di riferimento, maggiorato di quello che in gergo viene chiamato Alpha. Riuscire a ottenere l'Alpha non è compito facile. Spesso ha un costo sostenuto, che figura tra le commissioni che il gestore del fondo fa pagare agli iscritti. Il costo «di produzione» dell'Alpha (chiamato TER, ossia Total Expense Ratio) è generalmente pari al 2-3% dell'ammontare totale investito nel fondo<sup>31</sup>.

Gli hedge non presentano un maggior grado di rischio rispetto ai più noti fondi comuni, anzi in genere mostrano minore volatilità rispetto a quelli tradizionali, distinguendosi per la loro maggiore sofisticazione dovuta agli strumenti utilizzati e conseguentemente alla diversificazione attuata. Se un investitore seleziona un'unica categoria d'investimento, ad esempio azionaria, il rendimento che ne ricava può essere erratico, molto simile al concetto di abbondanza o carestia. Notizie economiche sfavorevoli, caos politico, variazioni dei tassi d'interesse o crisi industriali possono suscitare un'ansia diffusa tra gli investitori e penalizzare indiscriminatamente le azioni. Questa volatilità è il prezzo che gli investitori devono pagare per accedere al maggior potenziale di rendimento delle azioni e di altri asset maggiormente dinamici<sup>32</sup>. La volatilità erode anche le performance a causa dell'impatto negativo del rischio e spesso conduce a decisioni emotive, finanziariamente deleterie, che scaturiscono dalla paura delle perdite. Se, invece, ci si avvale contemporaneamente di tipi diversi di strategie di investimento, si ricava un tasso di rendimento più stabile, derivato dalla diversificazione delle stesse.

Da queste caratteristiche, si evince che hedge fund è qualsiasi fondo che utilizzi una strategia o una serie di strategie diverse dal semplice acquisto di obbligazioni, azioni (fondi comuni d'investimento a capitale variabile - mutual funds) e titoli di credito (money market funds) e il cui scopo è il raggiungimento di un rendimento assoluto e non in relazione a un benchmark<sup>33</sup>. Gli hedge funds riescono spesso a ottenere vantaggi e guadagni laddove la maggioranza degli investitori e dei fondi tradizionali perde denaro. Se il gestore degli hedge fund ha una grande competenza, l'investitore viene premiato con alti rendimenti assoluti rispetto a ciò che accade sul mercato.

---

<sup>31</sup> Il Risparmio Gestito Di Degregori & Partners

<sup>32</sup> <https://www.alliancebernstein.com/library/Padroneggiare-la-volatilita-azionaria.htm>

<sup>33</sup> Fondi comuni di investimento - Borse.it

### 1.3 Breve storia degli Hedge Funds.

Anche se le origini degli hedge fund risalgono agli anni '20, Mark J. P. Anson, nel volume “Handbook of Alternative Assets” pubblicato nel 2006, sottolinea che Alfred W. Jones introdusse la frase "hedged fund" e successivamente creò il primo hedge fund nel 1949 costituendo una società d'investimento con un capitale iniziale di 100.000 dollari, di cui 40.000 investiti personalmente, con la finalità di proteggere il capitale dal rischio di mercato. L'intuizione di Jones fu quella di staccarsi dalla logica dei fondi di investimento comune, caratterizzati per il legame del rendimento dell'investimento all'andamento del mercato. Jones cercò di annullare il rischio di mercato assumendo soltanto un rischio specifico: l'abilità nella selezione dei titoli. La portata innovativa stava soprattutto nella tecnica di gestione adottata; per primo utilizzò la vendita allo scoperto non con finalità speculativa, ma per proteggere il portafoglio da lui gestito dai ribassi di mercato. Jones comprava titoli che riteneva sottovalutati e contemporaneamente vendeva allo scoperto quelli sopravvalutati, in modo da ridurre molto la volatilità del suo fondo. In questo modo, anche se il mercato subiva dei ribassi, il fondo si garantiva comunque un guadagno. Il profitto, infatti, sulla base della formula da cui si ottiene l'esposizione del capitale al rischio di mercato, si realizzava sulla differenza di valore tra i titoli acquistati e i titoli venduti, ossia sull'attività di stock selection: strategia long, tramite acquisto di titoli, strategia short, tramite vendita di titoli. Se prevedeva fasi di rialzo nei mercati, aumentava le strategie long, in caso contrario quelle short, continuando comunque a proteggere il valore del capitale investito<sup>34</sup>.

Per amplificare il rendimento del portafoglio, egli utilizzava la leva, usando i proventi delle vendite allo scoperto per finanziare l'acquisto delle posizioni long o utilizzando risorse finanziarie prese a prestito, avendo così la possibilità di investire capitali superiori a quelli detenuti in portafoglio.

Jones è anche accreditato per la struttura della commissione di incentivazione utilizzata ancora oggi dagli hedge fund e inizialmente stabilita al 20 per cento del profitto realizzato. La commissione di incentivo veniva e viene ancora riconosciuta ai manager gestori ed è legata ai profitti realizzati anziché all'incremento della massa gestita. Per mitigare l'avidità dei gestori, attratti dalle commissioni di incentivo sui risultati, Jones

---

<sup>34</sup> <https://www.professionefinanza.com/investire-negli-hedge-fund-le-principali-strategie/>

introdusse, infine, la partecipazione diretta al capitale dei gestori nel fondo, allineandone gli obiettivi con quelli dei clienti e riducendo quindi i conflitti di interesse<sup>35</sup>. Il successo di performance così raggiunto portò, ben presto, alla nascita di nuovi fondi basati sul prototipo ideato da Jones. Il fondo di Jones nel decennio 1955-1965 guadagnò, al netto di spese, commissioni e incentivi, il 670%, a fronte del 358% messo a segno dal migliore mutual fund e del 225% dello S&P 500<sup>36</sup>.

Il lavoro di Jones seguì quello di Karsten (1931), che pubblicò il volume "Scientific Forecasting"<sup>37</sup>, che contiene i principi di base per la gestione di un hedge fund. Karsten lanciò un piccolo fondo privato il 17 dicembre 1930 e il 3 giugno 1931, il fondo aveva guadagnato un rendimento impressionante del 78% attraverso una posizione neutra sul mercato. I manager che seguono strategie neutrali del mercato cercano di trarre profitto dall'aumento e dalla diminuzione dei prezzi in uno o più mercati assumendo rispettivamente posizioni long e short. Calibrando posizioni opposte, possono ottenere un portafoglio neutrale rispetto al mercato (zero beta). In finanza, il coefficiente beta rappresenta la sensibilità di un titolo alle variazioni di mercato ed è una misura del rischio sistematico, ovvero del rischio di mercato che non può essere eliminato. Il coefficiente beta è dato dalla covarianza tra i rendimenti del titolo ed il rendimento del mercato, diviso per la volatilità del mercato. Il beta è una variabile fondamentale del CAPM, Capital Asset Pricing Model. Secondo il CAPM, il rendimento atteso di un titolo è in funzione del livello del tasso di interesse privo di rischio, del beta, e del premio di rischio del mercato. I titoli con beta superiori avranno rendimenti attesi superiori. Il beta può essere positivo, negativo oppure pari a 0. Esempio di una strategia di investimento con beta pari a 0 è la strategia market neutral, adottata da Karsten, che azzerava la correlazione con i rendimenti del mercato. Karsten propone un sistema per piccoli fondi in cui non è possibile una grande diversificazione affermando: "Compra le azioni del gruppo di cui si prevede l'aumento di valore in misura maggiore rispetto alle altre, e vendi allo scoperto le principali azioni del gruppo di cui si è previsto una caduta maggiore. Questo può essere chiamato un sistema a "copertura singola". Se si seguisse il sistema di copertura multipla, si dovrebbero acquistare i due migliori gruppi su sei e vendere i due peggiori. Dopo aver creato una perfetta strategia neutrale sul mercato a breve termine utilizzando un'analisi settoriale

---

<sup>35</sup> Il Risparmio Gestito Di Degregori & Partners

<sup>36</sup> Investire in Hedge Funds Di Degregori & Partners

<sup>37</sup> KARSTEN, Karl. Scientific Forecasting. Its methods and application to practical business and to stock market operations. New York: Greenberg, 1931

dall'alto verso il basso, avendo moltiplicato la sua base di capitale venti volte in tre anni, ci sbalordisce affermando che “i soldi non contano; il denaro è irrilevante per il compito più grande che è quello di trasformare l'economia in una scienza matematica esatta.”

Il concetto di fondo hedge come strumento fortemente speculativo e aggressivo deriva, invece, dalla fama conseguita dal più celebre gestore di hedge fund, George Soros. Ha iniziato la sua carriera come apprendista presso una banca londinese, concentrandosi sul trading di arbitraggio azionario. Nel tempo, è diventato un partecipante attivo nel settore finanziario assumendo una posizione di analista a New York. Il suo background in filosofia lo ha aiutato fornendogli una prospettiva diversa dei mercati finanziari, che ha monetizzato con successo. Nel 1973 fu uno dei co-fondatori del Quantum Funds insieme a Jim Rogers; il fondo ebbe un rendimento del 3.365% nei successivi 10 anni, 42,5% ogni anno per 10 anni, e creò la base della fortuna di Soros, che nel 1992, riuscì a generare una performance del 25% nel solo mese di settembre, guadagnando in meno di due mesi circa 2 miliardi di dollari, finendo l'anno con una performance complessiva di circa il 66%. Il suo portafoglio era composto da posizioni short per un valore di circa 10 miliardi di dollari, posizioni long in marchi per 6 miliardi di dollari e in franchi per un importo inferiore. Contemporaneamente aveva acquistato titoli azionari del mercato inglese per 500.000 dollari<sup>38</sup>. Il presupposto era che generalmente il mercato azionario sale quando una valuta viene svalutata. La strategia veniva completata con posizioni long su obbligazioni tedesche e francesi e posizioni allo scoperto su titoli azionari di entrambi i mercati. L'aspettativa era che una rivalutazione delle suddette valute avrebbe determinato un ribasso dei tassi d'interesse con effetti positivi per il mercato obbligazionario ma negativi per quello azionario. Grazie alle ampie linee di credito e all'uso di margini, Soros poté mantenere queste posizioni utilizzando solo un miliardo di dollari. Da ricordare anche il 16 settembre 1992, detto mercoledì nero, quando la lira italiana e la sterlina inglese furono costrette ad uscire dal Sistema Monetario Europeo, in conseguenza di una speculazione finanziaria da cui Soros ricavò profitto<sup>39</sup>. Soros vendette sterline allo scoperto per un equivalente di più di 10 miliardi di dollari e causò una perdita di valore della lira sul dollaro del 30%, guadagnando una cifra stimata attorno agli 1,1 miliardi di dollari. Per rientrare nello Sme, il governo italiano fu obbligato a una delle più pesanti manovre finanziarie della sua storia, circa 93 mila miliardi di lire, al cui interno, tra le tante misure, fece per la prima volta la

---

<sup>38</sup> [www.diritto.it](http://www.diritto.it)- La disciplina degli Hedge Funds negli Stati Uniti Autore: Sgueo Gianluca

<sup>39</sup> Settembre 1992, la lira sommersa e salvata - Il Sole 24 ORE

sua comparsa l'imposta sulla casa (Ici), oggi divenuta Imu. Soltanto cinque mesi prima il Presidente del Consiglio di allora Giuliano Amato<sup>40</sup>, proprio a causa della difficile situazione economica in cui versava il nostro Paese anche prima dell'attacco speculativo di Soros, era stato obbligato a dare il via libera al prelievo forzoso del 6/1000 sui conti correnti nella notte tra il 9 e 10 luglio. In Inghilterra questa operazione del mercoledì nero fece sì che la Banca d'Inghilterra fosse costretta a svalutare la propria moneta. Da quel momento venne soprannominato “l'uomo che distrusse la Banca d'Inghilterra”<sup>41</sup>. Più tardi, nel 1997, Soros venne accusato di essere il responsabile degli attacchi speculativi contro le monete del Sud-est Asiatico. Mahathir Mohammad, allora primo ministro della Malesia, incolpò il fondo di Soros insieme ad altri speculatori di hedge fund di aver destabilizzato le valute delle economie delle tigri asiatiche, tra cui Indonesia, Corea del Sud e Thailandia causandone la recessione economica. Alla fine del 2011 il finanziere americano ha chiuso il fondo agli investitori esterni, continuando a gestire autonomamente i soldi della sua famiglia, per non dover sottostare alla regolamentazione prevista dalla riforma finanziaria Dodd-Frank Act, post Lehman, che prevede un obbligo di registrazione presso la Sec., per qualsiasi fondo che non sia un family office, cioè un fondo d'investimento che si occupa principalmente di gestire il patrimonio della famiglia<sup>42</sup>.

Nel 1998, in seguito alla crisi del debito russo, collassò buona parte del sistema degli hedge fund, tra cui il fondo americano Long Term Capital Management, guidato da grandi nomi della finanza. Non calcolando che la liquidità non sarebbe bastata nell'attesa che le posizioni tornassero proficue, furono costretti a chiuderle fortemente in perdita provocando reazioni a catena e costringendo la Federal Reserve ad intervenire ed iniettare liquidità per stabilizzare la situazione.

Una crisi nuova tra il 2007 e il 2008 cambiò il mercato completamente. Gli hedge funds furono accusati di aver creato questa grave crisi finanziaria dei mutui subprime con la giustificazione che la presenza dei fondi speculativi sul mercato aumentava sensibilmente il grado di volatilità dei mercati, e di conseguenza il rischio di incorrere più frequentemente nei cosiddetti punti di rottura. Il loro trading antecedente lo shock su

---

<sup>40</sup> I miei primi dieci anni - 2003-2013 Di Santolo Cannavale. Dal 2003 al 2013, tutti gli articoli di economia e finanza pubblicati con Il focus sull'Italia e sui mercati internazionali.

<sup>41</sup> Il Times, lunedì 26 ottobre 1992, riportò il commento di Soros su quello che era accaduto: “La nostra esposizione durante il Mercoledì Nero doveva essere di quasi 10 miliardi di dollari. Noi avevamo previsto un guadagno maggiore. Infatti, quando Norman Lamont appena prima della svalutazione disse che avrebbe avuto bisogno di un prestito vicino ai 15 miliardi di dollari per difendere la sterlina, fummo contenti poiché era all'incirca la cifra che noi volevamo vendere”.

<sup>42</sup> Investire in Hedge Funds Di Degregori & Partners

strumenti finanziari denominati CDO (collateral debt obligation), obbligazioni che presentavano una garanzia costituita da un debito, fu il tema centrale. Il debito posto a garanzia di queste obbligazioni era il mutuo rischioso concesso dalle banche e in seguito cartolarizzato e affidato alle società veicolo. Inizialmente queste obbligazioni offrivano alti rendimenti e non presentavano elevati profili di rischio. Così i fondi speculativi individuarono in questi strumenti la soluzione per soddisfare l'enorme necessità di liquidità che non poteva essere colmata solamente tramite la raccolta del risparmio pubblico. Nel 2006 il 48 % dei CDO era nelle mani degli hedge funds. L'assenza di una regolamentazione su questo tipo di intermediari portò ad un abuso nel trading di questi strumenti. Ma tutto questo non può essere una ragione sufficiente per incolpare gli hedge funds della crisi. Sebbene alcuni studi abbiano rilevato l'assenza di una relazione diretta tra andamenti negativi dei mercati e le performance degli hedge funds, i ricercatori convengono che la presenza dei portafogli multistrategia abbia influito sulla propagazione della crisi. In particolare, la presenza di più strategie di investimento comporterebbe un'influenza tra titoli con performance differenti, con il rischio di liquidazione di posizioni diverse in caso di rendimenti negativi e conseguente svalutazione di diversi strumenti finanziari. Durante la crisi ci fu una compresenza tra un basso livello di liquidità sui mercati, che in genere aggrava le situazioni di stress dei mercati, e una manifestazione di contagio inter-strategia, che concorsero alla creazione di un crescendo negativo, facendo ricadere la responsabilità sugli hedge funds. Questo portò un grave dissesto anche nel loro settore, facendo svanire il 40% dei fondi.

Gli hedge funds, fenomeno inizialmente di esclusiva nordamericana, hanno progressivamente conquistato il mondo finanziario europeo e mondiale. Si evidenziano di seguito i flussi d'attività degli hedge fund per sede del gestore del fondo dal 2016 al 31 dicembre 2019, dati in miliardi di dollari.

**Figura 1 - Hedge fund asset flows by fund manager headquarters**

Headquarters	2016 (\$bn)	2017 (\$bn)	H1 2018 (\$bn)	H2 2018 (\$bn)	2018 (\$bn)	Q1 2019 (\$bn)	Q2 2019 (\$bn)	Q3 2019 (\$bn)	Q1 2019 AUM (\$bn)	% Change in AUM from Dec-18
North America	-55,7	2,9	37,2	13,2	50,4	-30,8	-15	10,6	2750	5,0%
Europe	-35,4	32,4	-13,9	-24,5	-38,4	2,7	-7,2	-17,9	670,9	0,6%
Asia-Pacific	-18,3	-4,4	1,7	-19,9	-18,2	-2	-7,9	-9,3	119,7	-8,7%
Rest of World	-0,4	13,5	-9,3	-18,5	-27,7	8,1	4,9	-17,9	31,4	-7,0%
<b>Total industry</b>	<b>-109,8</b>	<b>44,4</b>	<b>15,7</b>	<b>-49,7</b>	<b>-33,9</b>	<b>-22</b>	<b>-25,2</b>	<b>-34,5</b>	<b>3572</b>	<b>3,5%</b>

Fonte: Perqin pro

Gli hedge funds situati in tutte le regioni geografiche hanno registrato deflussi nel terzo trimestre 2019 ad eccezione del Nord America, che ha registrato una raccolta netta di 10,6 miliardi di dollari. L'Europa e il resto del mondo hanno registrato deflussi di investitori per 17,9 miliardi di dollari, mentre la regione Asia-Pacifico ha registrato deflussi per 9,3 miliardi di dollari. Di conseguenza, l'Asset under management complessivo del Nord America è aumentato del 5,0% nel 2019, mentre l'AUM in Asia-Pacifico e Resto del Mondo è diminuito rispettivamente dell'8,7% e del 7,0%.

## Capitolo 2

### CARATTERISTICHE OPERATIVE E ORGANIZZATIVE

#### 2.1 Attori operanti all'interno degli Hedge Fund

A differenza dei fondi comuni di investimento, che tendono ad avere grandi strutture integrate con un gran numero di dipendenti, l'organizzazione degli hedge funds è improntata alla elementarità e alla flessibilità. Il fondo si caratterizza, infatti, per un'organizzazione semplice, funzionale, spesso, basata sull'importante ruolo svolto dai consultant, cioè, collaboratori esterni di cui un hedge fund si avvale<sup>43</sup>. L'esternalizzazione dei servizi ha, inoltre, il vantaggio di ridurre i costi strutturali rispondendo, in questo modo, ad una logica di efficienza funzionale. Data la debole regolamentazione degli hedge fund, l'esternalizzazione garantita da un vero e proprio network con l'industria dei service providers esterni, permette loro di ridurre al minimo il rischio di collusione tra i vari soggetti e quindi il rischio operativo.

Il modello più diffuso di struttura organizzativa di un hedge fund prevede i protagonisti che seguono in dettaglio.

**Sponsor.** La figura dello sponsor corrisponde, molto spesso, a quella del fondatore del fondo: ex trader, analyst o portfolio manager di grandi banche di investimento, con una esperienza rilevante nei mercati finanziari e una approfondita conoscenza dei meccanismi che li regolano. Prima degli anni Novanta la forma giuridica più utilizzata negli USA era la Limited Partnership (società in accomandita semplice) e lo sponsor assumeva sia la posizione di socio accomandatario che di gestore del fondo, rispondendo solidalmente e illimitatamente per le obbligazioni sociali verso i terzi e investendo direttamente nel patrimonio del fondo. Ora la forma più diffusa è la Corporation (SpA) nella quale la figura dello sponsor non necessariamente coincide con quella del gestore. In realtà con l'espansione del settore la figura del gestore/fondatore tende a scomparire e nella maggior parte degli hedge funds lo sponsor controlla l'operato dei gestori e partecipa ai risultati del fondo investendo direttamente i propri capitali.

---

<sup>43</sup> Appunti sugli Hedge Funds di Giuseppe Berardini

**Investment advisor.** La figura dell'investment advisor ricopre un ruolo centrale all'interno fondo e supporta l'hedge fund manager. Il suo compito è quello di provvedere all'organizzazione e a tutte le attività necessarie a garantirne l'operatività: marketing e distribuzione delle quote presso gli investitori potenziali, predisposizione della documentazione necessaria al collocamento delle quote, redazione della reportistica sulle performance ottenute dal fondo a favore degli investitori, gestione dei flussi di compensi. I soggetti che svolgono l'attività di investment advisor negli Stati Uniti hanno l'obbligo di registrazione presso la SEC.

**Hedge Fund manager.** L'hedge fund manager ha la responsabilità primaria di gestire il fondo dal punto di vista operativo e di attuare le raccomandazioni ricevute dall'investment advisor. Gode di un'ampia autonomia decisionale in tema di gestione del rischio, trading e asset allocation e deve garantire che l'investimento risulti ottimale rispetto alla combinazione rischio/rendimento. Deve essere in grado di gestire situazioni particolari e attirare gli investitori attraverso l'esperienza e la sua capacità di trasmettere fiducia. Nei fondi offshore, hedge fund manager e sponsor possono essere la stessa persona o società.

**Prime Broker.** Un prime broker può essere pensato come una sorta di broker centrale, che facilita e coordina un trading ampio e complesso in una varietà di strumenti finanziari.

Esso fornisce una vasta gamma di servizi, sia finanziari che di custodia agli hedge fund, talvolta anche fungendo da intermediario tra il fondo e due controparti chiave. La prima di queste importanti controparti sono i grandi investitori istituzionali, come i fondi pensione, che detengono ingenti partecipazioni azionarie e, pertanto, servono come fonte di titoli da prestare ai fini della vendita allo scoperto. Il secondo gruppo di importanti controparti sono le banche commerciali che dispongono di fondi adeguati per erogare ingenti prestiti a fini di margine. Queste due controparti, con l'aiuto del prime broker, consentono agli hedge fund di impegnarsi in vendite allo scoperto su larga scala tramite titoli di debito e obbligazioni dei grandi investitori istituzionali e di massimizzare i loro investimenti attraverso l'effetto leva ottenendo finanziamenti di margine dalle banche commerciali. Il prime broker guadagna facendo pagare una commissione, come uno spread o un premio sul prestito della banca commerciale, in cambio della facilitazione alla transazione.

Un altro servizio di base fornito dai prime broker è quello di compensazione e regolamento commerciale. Ciò semplifica la rendicontazione e le operazioni per l'hedge fund poiché il prime broker funge anche da custode delle sue attività. Semplifica ulteriormente il processo il fatto che le attività dei fondi possono essere trasferite rapidamente e facilmente al broker principale come garanzia.

Gli hedge fund, spesso, si impegnano a negoziare strumenti finanziari derivati, e i prime broker offrono loro l'accesso ai banchi di negoziazione, insieme a suggerimenti di gestione del rischio. L'amministrazione esterna e i servizi fiduciari, insieme a una leva finanziaria potenziata garantita dall'offerta di linee di credito, sono funzionalità aggiuntive offerte dai prime broker.

A causa del fatto che un prime broker fornisce così tanti servizi essenziali che sono cruciali per il funzionamento efficiente e redditizio di un hedge fund, la selezione dello stesso è una decisione importante.

Tra le considerazioni principali nella scelta di un prime broker ci sono:

- il prezzo dei vari servizi offerti;
- il facile accesso ai grandi possessori di titoli, compresi i detentori di titoli meno liquidi e più difficili da prendere in prestito;
- la riservatezza. Spesso si fa ricorso ai “*chinese wall*”, ossia una separazione organizzativa e funzionale dell'attività di prime brokerage da quella di altre, al fine di evitare l'uso non appropriato di “*sensitive information*” e di salvaguardare l'efficienza del mercato. Il principio di separatezza tra le strutture figura tra le regole di comportamento che ogni gestore è tenuto ad adottare nell'interesse dei clienti e della propria sana e prudente gestione.

Inoltre, i potenziali investitori in un hedge fund possono essere influenzati, positivamente o negativamente, dalla selezione di un particolare prime broker. Questo può essere un fattore importante nella decisione, soprattutto per un nuovo fondo che si sta appena avviando e cerca attivamente grandi investitori.

**Administrator.** Si occupa della tenuta dei registri delle attività di un fondo, del calcolo del valore patrimoniale netto dell'attivo (NAV), dell'elaborazione delle domande e dei rimborsi delle azioni, della fornitura di servizi agli azionisti e della rendicontazione finanziaria.

Un administrator di hedge fund verrà valutato in base alla sua performance in tre aree chiave:

- Calcolo del NAV;
- Amministrazione degli azionisti (poiché ciò si rifletterà sul promotore e gestore del fondo);
- Controlli amministrativi, sistemi automatizzati ed elaborazione diretta.

Il valore del NAV è di fondamentale importanza per il fondo e i suoi investitori visto che rappresenta la base per le future sottoscrizioni, i rimborsi e la misurazione dei rendimenti. L'administrator si riconcilia con le dichiarazioni del prime broker e può chiedere una revisione o l'approvazione di tutti i calcoli del NAV e la rendicontazione del fondo da parte del gestore. L'administrator si occupa inoltre di valutare l'accuratezza dei prezzi, dei ratei e risconti delle commissioni, dell'elaborazione degli scambi e della riconciliazione con i dati del depositario. Inoltre, gli administrator di hedge fund dovrebbero essere in grado di valutare gli strumenti derivati, le posizioni corte e l'esposizione netta determinata dalla capacità degli stessi di utilizzare la leva finanziaria.

Un ulteriore compito dell'Administrator è quello di realizzare sistemi di equalizzazione per il calcolo delle commissioni di performance<sup>44</sup>. Questi sistemi servono a garantire ai sottoscrittori del fondo che le commissioni d'incentivo siano proporzionali, nella misura indicata a regolamento, ai rendimenti da ciascuno realizzati durante la permanenza nel fondo, indipendentemente dal timing di entrata e di uscita (equità orizzontale). In assenza di un equalizzatore, l'eventuale presenza di una clausola di high water mark può fare in modo che l'ingresso nel fondo dopo una discesa del Nav consenta all'investitore di evitare commissioni di performance sul recupero di valore dello stesso fino al precedente massimo storico, facendo pesare l'onere corrispondente sugli investitori entrati in precedenza<sup>45</sup>. L'high water mark stabilisce che la commissione di performance

---

<sup>44</sup> Fondi comuni di investimento - Borse.it

<sup>45</sup> <http://www.biblio.liuc.it/liucpap/pdf/128.pdf>

che il gestore può addebitare al fondo venga calcolata tenendo conto non soltanto dei rendimenti positivi, ma anche delle eventuali perdite pregresse

La contabilità del fondo può essere soggetta al rispetto dei principi contabili, pertanto è richiesta la conoscenza da parte dell'administrator delle principali normative contabili. Ulteriori rapporti saranno richiesti all'administrator per i conti annuali del fondo e per i dati richiesti dai suoi amministratori per la revisione durante le riunioni del consiglio. Un administrator dovrebbe essere disponibile a partecipare alle riunioni del consiglio, inviando, in caso di impossibilità, un rappresentante informato su tutti gli aspetti delle sue responsabilità.

Un hedge fund può gestire più di una classe di azioni e, in tal caso, l'administrator deve essere in grado di tenere la contabilità per ciascuna classe. Ciò può comportare strutture tariffarie diverse, trattamento differenziato delle entrate percepite o valute diverse. Nel caso di diverse classi valutarie, il gestore può scegliere di coprire il rischio di valuta. L'amministratore deve essere in grado di produrre una chiara suddivisione delle modalità di calcolo del NAV per ciascuna classe di attività. Tutte le rettifiche di perequazione devono essere chiaramente spiegate nelle dichiarazioni degli azionisti. Nel campo dei controlli amministrativi, elevati volumi di negoziazione e produzione di valutazioni giornaliere richiedono un elevato livello di automazione strettamente controllato da personale competente e qualificato.

In caso di fallimento di un hedge fund, si applicano clausole di negligenza standard previste dalla maggior parte degli accordi amministrativi, quindi, la responsabilità è limitata a meno che l'administrator non sia negligente o soggetto a frode. Se un fondo fallisce semplicemente a causa di una cattiva performance, l'administrator non ha alcuna responsabilità. Tuttavia, ha responsabilità sostanziale se il fondo tiene una contabilità errata e/o non veritiera, in particolare nella produzione del NAV. Se le richieste o i rimborsi vengono elaborati su un NAV errato, l'administrator è responsabile per eventuali perdite a carico del fondo o dell'investitore.

Gli oneri connessi alle attività svolte dall'Administrator sono di competenza diretta del fondo e non dell'investment manager.

**Auditor.** Ha il compito di certificare che il NAV del fondo, calcolato dall'Administrator, sia corretto e conforme ai criteri stabiliti dalle normative vigenti<sup>46</sup>. Il ruolo dell'auditor si sostanzia nel controllo delle scritture contabili e alla verifica della corretta redazione dei documenti di bilancio. La revisione avviene in genere con frequenza annuale e il risultato dei controlli viene inviato poi agli investitori. I quattro principali auditor nel settore degli hedge fund, detti anche le "Big four", leader mondiali nella revisione e advisory dei conti, sono KPMG, Deloitte, PWC e Ernst & Young. Il Professor Bing Liang dell'Università del Massachusetts Amherst - Department of Finance, nella sua ricerca del 2002 "Hedge fund returns: auditing and accuracy" tuttavia afferma che, anche se la maggioranza degli hedge fund dichiarano di servirsi di Auditor, esiste una percentuale rilevante di fondi non controllati in maniera efficace.

In particolare, i fondi passivi sono meno controllati rispetto ai fondi attivi ed esiste una correlazione tra la variabile del controllo e la dimensione del fondo. I grandi fondi tendono a essere più controllati rispetto ai piccoli. Per natura, gli hedge fund hanno una regolamentazione soft, molte informazioni non sono segnalate alle SEC e la revisione contabile, vista la struttura del partenariato privato, non è obbligatoria. Molti hedge funds scelgono di far controllare i propri fondi semplicemente per la professionalità e la segnalazione della qualità del fondo agli investitori.

Tuttavia, studi accademici hanno messo in dubbio la qualità e l'accuratezza dei dati degli hedge fund anche se Liang afferma che l'auditing svolge un ruolo fondamentale per certificare la qualità dei dati degli hedge fund poiché lo scopo del controllo è assicurare che i dati finanziari siano coerenti e conformi alla normativa e che eventuali errori vengano rilevati e corretti. Un fenomeno molto interessante è che, sebbene la stragrande maggioranza degli hedge fund si serva dei revisori, manca una percentuale significativa delle date di revisione. Sempre Liang specifica che su un campione di 1342 hedge fund, 502 non riportano le date di controllo e 67 dichiarano di non servirsi di auditor. Ciò implica che la maggior parte degli hedge fund non è controllata in maniera efficace e questo naturalmente ha delle implicazioni sulle performance/perdite dichiarate e sulla gestione del risk management.

---

<sup>46</sup> Fondi comuni di investimento - Borse.it

**Trustee o Custodian.** Svolge la funzione di custodia degli strumenti finanziari detenuti nel portafoglio gestito dal fondo e la sua presenza è correlata all'eventuale mancanza del servizio aggiuntivo di custodia titoli fornito direttamente dal prime broker.

**Legal Counsel.** Svolge un'attività di consulenza legale, fiscale e tributaria, assicura che vengano rispettate le norme giuridiche e le regolamentazioni specifiche dei vari paesi in cui il fondo è domiciliato ed opera e predispone la documentazione necessaria per la vendita delle quote del fondo.

**Listing Sponsor.** E' un consulente finanziario che accompagna l'hedge fund nelle varie fasi del processo di quotazione e svolge un ruolo di interfaccia con la società di gestione del mercato in cui le quote del fondo vengono scambiate. È inoltre responsabile del rispetto da parte dell'azienda dei propri obblighi informativi ed in particolare supporta il fondo affinché mantenga una buona visibilità per gli investitori.

**Investitori.** Si dividono in due categorie: investitori accreditati e investitori qualificati. Secondo l'ente regolatore statunitense SEC gli Investitori accreditati sono investitori istituzionali come banche, compagnie assicurative, fondi pensione che dispongono di un patrimonio superiore ai 5 milioni di dollari in asset, le società che abbiano un patrimonio superiore ai 5 milioni di dollari e i soggetti privati il cui patrimonio superi il milione di dollari o che nei due anni precedenti all'investimento abbiano goduto di introiti pari ad almeno 200.000 dollari. Gli Investitori qualificati sono persone fisiche che abbiano investito almeno 5 milioni di dollari, oppure investitori istituzionali che investano almeno 25 milioni di dollari.

Vista la differente normativa dei singoli paesi in cui sono domiciliati gli investitori in hedge funds, possiamo suddividere le relative strutture di investimento in quattro categorie.

La struttura "Mirror Fund" è caratterizzata dalla creazione di due veicoli di investimento giuridicamente distinti, ma gestiti da un unico soggetto, aventi la stessa politica di investimento e un'identica composizione del portafoglio. Tale struttura presenta il vantaggio di offrire lo stesso prodotto a investitori residenti in paesi diversi soggetti ad uno specifico trattamento fiscale. Ad esempio, un fondo che investe in strumenti finanziari nel mercato statunitense potrebbe istituire un fondo onshore per gli investitori domestici e

un fondo offshore per quelli esteri, consentendo a questi ultimi di aggirare le regole fiscali statunitensi ed evitando quindi una doppia tassazione<sup>47</sup>.

La struttura “Master Feeder” o “Hub and Spoke” è tra le più utilizzate dagli hedge funds ed è utilizzata per proporre strategie su diversi mercati locali con differenti regimi regolatori. Questa struttura di investimento a due livelli, un fondo feeder e di un fondo master, viene comunemente utilizzata dagli hedge fund come mezzo per riunire in un unico conto di portafoglio più ampio il diverso capitale di investimento. Gli investimenti vengono concentrati in un unico fondo definito master, mentre gli investitori conferiscono i propri capitali a dei fondi feeder che fungono da raccolta, i quali a loro volta investono tutti nel master. Un fondo feeder è uno dei tanti fondi di investimento più piccoli che raggruppano il denaro degli investitori, che viene poi aggregato in un unico fondo principale centralizzato. Il consolidamento dei fondi feeder in un fondo master consente di ridurre i costi operativi e di negoziazione e un portafoglio più ampio ha l'ulteriore vantaggio di economie di scala grazie all'accesso al vasto pool di capitali di investimento fornito dai fondi feeder, che consente di operare in modo meno costoso di quanto sarebbe possibile per uno qualsiasi dei fondi feeder che investisse da solo. L'uso di questa struttura di fondi a due livelli può essere molto vantaggioso quando i fondi feeder condividono obiettivi e strategie di investimento comuni, ma non sono appropriati per un fondo feeder con una strategia o obiettivo di investimento unico poiché tali caratteristiche uniche andrebbero perse in combinazione con altri fondi all'interno di un fondo master. Il pregio di questa strutturazione è l'estrema flessibilità, in quanto per ogni fondo feeder, essendo entità giuridiche separate dal fondo principale, possono essere personalizzate le commissioni, le clausole di investimento e la distribuzione delle quote.

Ai sensi delle direttive comunitarie in materia di OICVM, il fondo feeder è un fondo che è stato approvato per investire almeno l'85 per cento delle sue attività in quote di un altro fondo (fondo master). Quest'ultimo non può a sua volta essere un fondo feeder né detenere quote di fondi feeder. In generale, l'Esma ha chiarito che è vietato tutto quello che comporta la creazione di strutture a cascata. Per quanto riguarda i fondi feeder che operano negli Stati Uniti, è comune che il fondo master sia costituito come entità offshore. Ciò consente al fondo master di accettare capitali di investimento da investitori esenti da imposta e soggetti passivi statunitensi. Se, tuttavia, un fondo master offshore decide di essere tassato come società di persone o società a responsabilità limitata (LLC) ai fini

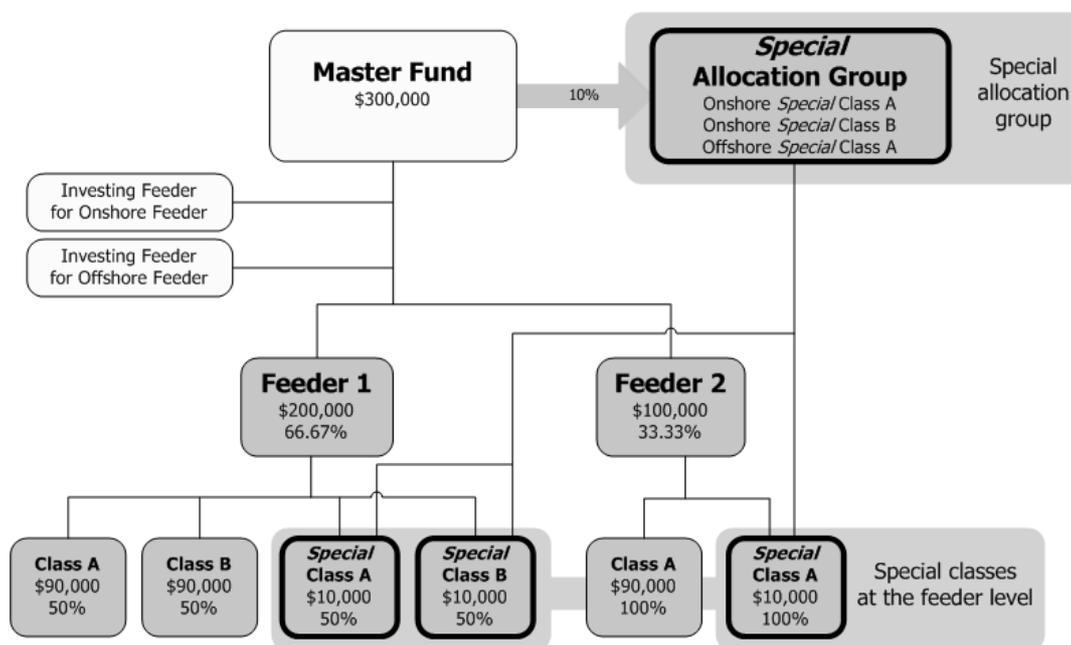
---

<sup>47</sup> Il Risparmio Gestito Di Degregori & Partners

fiscali statunitensi, i fondi feeder onshore ricevono un trattamento pass-through della loro quota degli utili o delle perdite del fondo master, evitando così la doppia tassazione.

Nel marzo 2017, la Securities and Exchange Commission ha deciso di consentire alle società regolamentate estere (fondi feeder esteri) di investire in fondi master aperti (US Master Fund), rendendo più semplice per i gestori globali commercializzare i propri prodotti di investimento in diverse giurisdizioni estere che impiegano un fondo master. Sono state modificate le parti 12 (d) (1) (A) e (B) della legge del 1940, che in precedenza limitava l'uso di fondi di alimentazione esteri in fondi registrati negli Stati Uniti. La SEC ha regolato la pratica per diversi motivi. In primo luogo, voleva impedire ai fondi master di esercitare troppa influenza su un fondo acquisito. Inoltre, mirava a proteggere gli investitori da commissioni stratificate e dalla possibilità che le strutture dei fondi diventassero troppo complesse e quindi difficilmente controllabili e valutabili.

**Figura 2: un esempio di struttura Master Feeder.**



fonte:<https://www.investopedia.com>

Gli utili del fondo master vengono quindi suddivisi o distribuiti in modo proporzionale ai fondi feeder in base alla percentuale di capitale di investimento che hanno contribuito al fondo master.

La struttura “Umbrella” consiste in un insieme di comparti o sub-fund accomunati da uno stesso pool di gestori, ma con diverse strategie di investimento e diversi portafogli gestiti. Tale struttura rappresenta un indubbio vantaggio a livello fiscale in quanto gli investitori possono spostare i capitali da un comparto all’altro senza generare capital gain sottoposto a prelievo fiscale. Inoltre, se necessario, ogni comparto può essere liquidato separatamente per garantire la protezione delle attività e delle passività di ciascuno<sup>48</sup>.

La struttura “Managed Account o “conti gestiti separati”, permette agli investitori di rendere disponibile la propria liquidità al manager di hedge funds, che verrà rilevata, ai fini della sua gestione, in un conto separato. Questa struttura di investimento può essere ambivalente. Nel caso di un contratto non discrezionale, l'investitore deve approvare ogni investimento; al contrario, nel caso di un contratto discrezionale, il gestore del fondo può eseguire tutti gli investimenti senza richiedere l'approvazione del cliente, a condizione che le decisioni siano conformi alle linee guida precedentemente stabilite di comune accordo.

I conti gestiti forniscono un maggiore controllo delle attività di negoziazione dei gestori e trasparenza sulle partecipazioni di portafoglio sottostanti. Questa maggiore trasparenza presenta numerosi vantaggi a seconda del grado di controllo che un investitore è disposto a esercitare. Ad esempio, la trasparenza in tempo reale può consentire agli investitori di identificare meglio i fattori di rischio e dirigere i gestori a mitigare determinate esposizioni. Sebbene ciò sia vantaggioso per molti investitori, altri che non sono interessati alla gestione proattiva e frequente del rischio potrebbero non avere la stessa necessità di trasparenza quotidiana.

I conti gestiti forniscono agli investitori anche una potenziale liquidità giornaliera. Naturalmente, il grado di liquidità dipende tutto dalle attività sottostanti del portafoglio, ma i conti gestiti rimuovono ancora il rischio di accantonamenti che possono essere imposti dai fondi combinati durante le pressioni di rimborso. In effetti, ciò costituisce una potenziale protezione contro comportamenti dannosi dei coinvestitori. La forte propensione alla struttura managed account può essere attribuita a questa capacità di fornire vie di uscita affidabili quando è richiesta liquidità.

---

<sup>48</sup> PricewaterhouseCoopers' Guide to Tax and Financial Planning 2006: How The 2005 Tax Law Changes Affect You, pubblicato il 12 dicembre 2005, autore PricewaterhouseCoopers LLP

## 2.2 Struttura delle commissioni: regola del 2+20

L'elevato tasso di crescita nel settore degli hedge fund ha permesso loro di utilizzare un modello di addebito "2 + 20" che risale alla creazione degli stessi ad opera di Alfred Jones nel 1949. Nel mondo degli hedge fund, la remunerazione dei gestori è pari al 2% delle attività gestite all'anno, basata quindi sull'AUM (Asset Under Management), mentre la media generale del settore dei fondi comuni di investimento è la metà. Tuttavia, i gestori di hedge fund richiedono ancora di più: prendono il 20% di tutti gli utili realizzati, in termini di premio/guadagno per aver superato un benchmark (performance fee) creando il cosiddetto pay-for-performance<sup>49</sup>. La commissione di performance è uno strumento che gli investitori utilizzano per allineare i propri interessi a quelli dei gestori di fondi. Dovrebbe invogliare i migliori gestori patrimoniali ad avviare hedge fund, limitare l'assunzione di rischi eccessivi e premiare il gestore per la crescita dei fondi degli investitori.

Sia prima che dopo aver investito in un determinato hedge fund, gli investitori sanno relativamente poco sulla composizione dei loro fondi: è difficile conoscere il livello di rischio che il gestore sta assumendo e la strategia applicata dal fondo. L'investitore opera quindi in un contesto di asimmetria informativa e il suo investimento diventa una scommessa sull'abilità del gestore. Inizialmente, valutare l'abilità del gestore prima di investire in un hedge fund è una sfida, ma gli investitori possono comunque osservare i rendimenti riportati e, se necessario, in determinate circostanze, uscire. Poiché non sono obbligati a investire in hedge fund, la struttura delle commissioni riflette l'equilibrio di potere tra gestori e investitori e di conseguenza sta iniziando a subire forti pressioni da parte di investitori influenti.

La commissione di gestione serve a coprire le spese generali, le retribuzioni, la tecnologia e l'infrastruttura necessarie al fondo per operare. Lo scopo di questa commissione non è quella di aumentare sostanzialmente la retribuzione del gestore. E' legata al potere contrattuale del gestore e, se il fondo e il gestore del fondo fossero nuovi, questa commissione potrebbe essere più vicina all'1%. In questo esempio, al gestore del fondo può essere richiesto di offrire commissioni di iscrizione inferiori per ottenere un importo minimo di AUM necessario per attuare le strategie di negoziazione. La

---

<sup>49</sup> Foster, Dean P., and H.Peyton Young. 2010. "Gaming Performance Fees by Portfolio Mnagers." Quarterly Journal of Economics 125:4, 1435-1458

commissione di gestione può anche essere inferiore se l'investitore accetta un periodo di lockup, che è il tempo in cui il capitale investito è mantenuto all'interno del fondo. Un normale periodo di blocco per gli hedge fund in genere è superiore a due anni.

La commissione di performance è strutturata in modo tale che il gestore riceva una percentuale fissa degli utili realizzati dal fondo. I contratti includono questa commissione per incentivare il gestore a produrre rendimenti positivi elevati e ad agire in modo da allineare i suoi obiettivi con quelli degli investitori. La commissione di performance è quasi sempre accoppiata all'high-water-mark (HWM). Un high-water-mark è una clausola che stabilisce che il management ha il diritto di riscuotere la commissione di performance solo sull'ammontare delle attività che eccede il valore patrimoniale netto (NAV) più alto rispetto al precedente massimo storico. Fin quando il fondo non supera il suo precedente massimo livello di redditività, nulla è dovuto al gestore. Gli investitori possono entrare o uscire da un hedge fund quando lo ritengono opportuno ignorando i possibili periodi di blocco. Pertanto, l'HWM può differire in base agli investitori stessi. Lo scopo della clausola HWM è limitare l'eccessivo profitto dei gestori poiché questi non hanno diritto alla commissione di performance finché gli investitori non recuperano tutte le perdite subite.

La commissione di performance può anche essere connessa a un hurdle rate (tasso di ostacolo) che è un tasso base minimo che un manager deve superare prima di ricevere una commissione di performance. La sua funzione è quella di condizionare la riscossione della commissione al conseguimento di un livello minimo di utili da parte del fondo. Questo tasso può essere definito in termini assoluti o facendo riferimento a un dato benchmark.

L'hurdle rate, correlato all'HWM, è in genere legato ad alcuni tassi di interesse a rischio minimo, come il tasso interbancario di Londra (LIBOR). Il tasso di ostacolo offre un ulteriore livello di protezione in particolare per i nuovi investitori, dove è possibile superare l'HWM con un rendimento relativo basso.

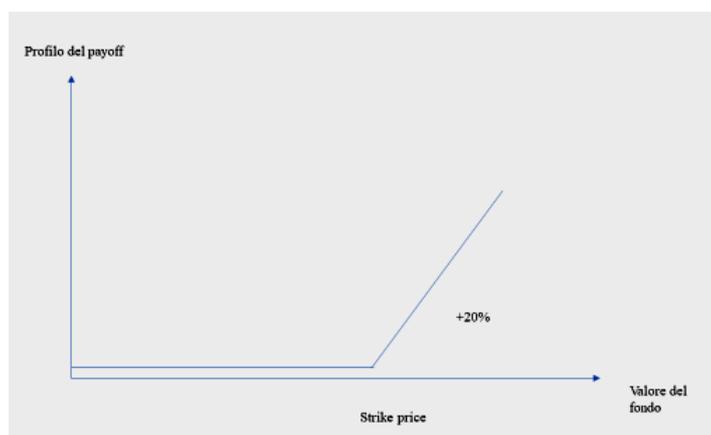
Alcuni investitori sostengono che la commissione di performance determina un moral hazard, cioè un incentivo ai gestori di fondi ad assumere elevati livelli di rischio, raccogliendo commissioni di performance elevate se le cose vanno bene, ma non condividendo le perdite se le strategie utilizzate non hanno successo. Un manager, che è relativamente lontano dall'HWM, è incentivato ad aumentare il rischio per aumentare la probabilità di finire al di sopra dell'HWM al fine di ricevere la commissione di performance. Se il fondo è molto al di sotto dell'HWM, il gestore si impegnerà in strategie

estremamente rischiose. Questa previsione è dovuta al fatto che la probabilità di chiudere il fondo è elevata e il gestore è incentivato a giocare d'azzardo nel tentativo di mantenerlo in vita. Se la strategia ad alto rischio dovesse ripagare, il fondo potrebbe essere salvato. Se il gestore si trova appena sopra l'HWM, ridurrà notevolmente il rischio affinché l'opzione rimanga "in the money". Se un manager è neutrale rispetto al rischio, la clausola HWM ridurrà l'assunzione del rischio. Tuttavia, se il gestore era già relativamente avverso al rischio, la struttura del contratto HWM induce il gestore a essere più propenso a comportamenti rischiosi. Un gestore può voler aumentare il rischio del fondo per due motivi: per aumentare la probabilità che il fondo superi l'HWM e per aumentare la probabilità che i rendimenti del fondo siano uguali o superino i suoi "peers".

A differenza di altri investimenti alternativi come il private equity, gli hedge fund non hanno una clausola di clawback in base alla quale gli investitori possono recuperare le commissioni di performance precedentemente pagate se subiscono una perdita sufficientemente elevata.

Il contratto di incentivazione si comporta come un'opzione call, che è un titolo derivato per acquistare attività a un prezzo predeterminato in una data specifica. Il profitto per il detentore dell'opzione è illimitato, ma la perdita è limitata. Allo stesso modo, il profitto dei gestori al rialzo è illimitato (infinito), mentre la perdita al ribasso verso se stessi e gli investitori è limitata (- 100 percento). Se un fondo ha generato un ritorno superiore all'hurdle rate, la call è in the money e il gestore guadagna il 20% (performance fee) della differenza tra la performance e il tasso hurdle, in caso contrario sarà out of the money e l'unica remunerazione prevista è la commissione di gestione. L'hurdle rate assume quindi la funzione del prezzo di esercizio.

**Figura 3 Payoff**



Il gestore non sopporta alcun onere, come il pagamento di un premio per la call su cui è lungo. Tuttavia, il ricorso a risorse finanziarie, umane, tecniche e ad altri asset non quantificabili in termini monetari come la responsabilità sociale e la reputazione che formano il capitale sociale, consentono di affermare che il pay-off iniziale teoricamente dovrebbe essere negativo. Il gestore risponde anche a due opzioni put detenute da soggetti esterni: finanziare gli investitori e il prime broker dell'hedge fund. Gli investitori in fondi detengono la prima opzione put perché possono ritirare i propri fondi in risposta a perdite. I prime broker detengono l'altra put, il che consente loro di forzare la riduzione dell'indebitamento all'interno delle posizioni degli hedge fund.

Sebbene la commissione di performance sia mediamente del 20 per cento, per alcuni fondi può anche variare tra il 10 e il 40 per cento (Lhabitant 2007<sup>50</sup>; Lan, Wang e Yang 2013<sup>51</sup>).

Inoltre, l'orizzonte temporale dell'investimento e la volatilità complessiva del fondo svolgono un ruolo importante nel determinare il valore della commissione di gestione e della commissione di performance<sup>52</sup>. Se l'orizzonte di investimento è a lungo termine e le attività all'interno del fondo sono meno volatili, la parte della commissione di gestione tende a dominare; nel caso contrario, è la commissione di performance a dominare.

Poiché la struttura delle commissioni di performance più comune prevede che il loro pagamento sia annuale, i gestori possono essere incentivati a modificare il livello di rischio misurato dalla volatilità delle attività del fondo a metà anno. La logica è che se il fondo è al di sotto della media HWM, il gestore ha l'incentivo ad aumentare la volatilità per aumentare le possibilità di realizzare performance al di sopra della media annuale entro la fine dell'anno. Un altro caso particolare è che sono stati documentati rendimenti mensili anomali durante il mese di dicembre. Gli studiosi chiamano questo evento insolito il "picco di dicembre" e sostengono che questa osservazione è coerente con una presunta manipolazione dei rendimenti riportati in risposta a incentivi economici personali. Secondo l'ipotesi del "risparmio", i fondi sottostimano guadagni positivi nei mesi da gennaio a

---

<sup>50</sup> Lhabitant, Francois-Serge. 2007. "Delegated Portfoglio Management: Are Hedge Fund Fees Too High?" *Journal of Derivatives Hedge Funds* 13:3, 220-232

<sup>51</sup> Lan, Yingcong, Neng Wang, and Jinqiang Yang. 2013. "The Economics of Hedge Funds." *Journal of Financial Economics* 110:2, 300-323

<sup>52</sup> Hodder, James E., and Jens Carsten Jackwerth. 2007. "Incentive Contracts and Hedge Fund Management." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42: 4, 811– 826.

novembre per generare un ritorno che possono utilizzare per coprire piccole perdite durante l'anno e la parte non utilizzata la aggiungono a dicembre. L'ipotesi di "indebitamento" indica che il management "prende in prestito" i rendimenti da gennaio dell'anno successivo al fine di incrementare i rendimenti attuali di dicembre. L'ipotesi più accreditata da studiosi come Agarwal<sup>53</sup> è quella del "risparmio". Una giustificazione alla manipolazione dei rendimenti potrebbe essere ricercata nelle attività illiquide detenute dagli hedge fund. Ad esempio, i fondi riportano in genere mesi con rendimenti scadenti in ritardo. Dopo la segnalazione tardiva di questi mesi, la performance successiva è forte.

In assenza dell'high water mark, l'applicazione dell'equalisation factor rappresenta la soluzione più equa per il computo delle commissioni poichè i sottoscrittori dei fondi hedge normalmente sono investitori sofisticati che non accetterebbero di pagare commissioni di performance non effettivamente dovute. I meccanismi di equalizzazione sono volti ad assicurare che la performance fee percepita dal gestore sia suddivisa tra i sottoscrittori in modo equo, risultando esattamente proporzionale al guadagno realizzato da ciascuno di essi durante la permanenza nel fondo. Ogni altra soluzione adottata rappresenta sempre e comunque un "second best" rispetto a questa.

Infine, sotto il profilo relazionale fondo/investitori, attualmente si cerca di assicurare maggiore trasparenza agli investitori, con modalità comunque tali da proteggere la riservatezza delle informazioni di tipo "proprietario". Il gestore potrebbe negare la disponibilità a rendere nota agli investitori l'esatta composizione del portafoglio di attività del fondo, oppure tali informazioni potrebbero essere comunicate solamente su base sufficientemente ritardata per evitare il pericolo che la loro eventuale rivelazione possa avvantaggiare altri operatori di mercato, i cosiddetti free rider che attuano una serie di comportamenti emulativi. Per tali motivi, i gestori tendono a fornire agli investitori una quantità minima di informazioni appena sufficienti a conoscere l'andamento nel medio periodo dell'operatività.

---

<sup>53</sup> Agarwal, Vikas, Naveen D. Daniel, and Narayan Y. Naik. 2011. "Do Hedge Funds Manage Their Reported Returns?" *Review of Financial Studies* 24: 10, 3281– 3320.

## 2.3 Gestione attiva e passiva

### *La gestione attiva*

La gestione attiva è tipica dell'investimento in hedge funds proprio per le caratteristiche insite in questi fondi come la ricerca di un rendimento assoluto in linea con una gestione svincolata dal benchmark e la flessibilità nell'implementazione della strategia d'investimento. La gestione attiva è una strategia di investimento che ha lo scopo di ottenere una performance superiore a quella di un indice di riferimento detto benchmark.

Lo scopo degli hedge fund è raggiungere un risultato Alpha positivo e l'Alpha è un indicatore di rischio che misura il ritorno attivo di un investimento, ossia il ritorno in eccesso rispetto ad un indice di riferimento. La gestione attiva si basa sull'ipotesi che i mercati finanziari non siano efficienti, cioè non incorporino nel prezzo tutte le informazioni disponibili in ogni momento e sulle capacità, esperienze, tecnologie che permettono al gestore di adottare le decisioni più efficaci in termini di rendimento<sup>54</sup>. Il benchmark questa volta, è soggettivo poiché è il gestore che deve decidere quale è il rapporto rischio-rendimento. Egli espone il suo portafoglio a un rischio superiore rispetto a quello del benchmark e se il maggior rischio genera un maggiore rendimento, allora la strategia ha successo. La gestione attiva, rispetto alla gestione passiva, permette di generare extra-rendimenti ed è per questo che punta ad investitori di un certo livello che non si accontentano dei risultati allineati ai mercati.

La gestione attiva si compone di 3 fasi che sono le principali fonti di Alpha:

1. **Asset allocation strategica.** È l'identificazione dell'asset-mix ottimale di medio lungo periodo in base alla diversificazione delle attività su cui investire, livello rischio- liquidità e aree in cui in fondo dovrà operare attraverso la suddivisione del patrimonio in tipologie di titoli, aree geografiche e settori merceologici. A questo asset-mix ottimale corrisponderanno determinati livelli di rischio e rendimenti attesi;
2. **Asset allocation tattica.** È detta anche market timing in quanto consiste nell'aumentare o diminuire l'esposizione del portafoglio ai diversi mercati sulla base della previsione dei prezzi futuri cercando di anticipare i cambiamenti nelle

---

<sup>54</sup> Università degli Studi di Roma - "Tor Vergata" - Facoltà di Economia -Dottorato di Ricerca in Banca e Finanza Xxii Ciclo - li Hedge Fund "sintetici": un'analisi del mercato - Dott. Stefano Morelli

variabili macroeconomiche. Questo consente al gestore di migliorare le opportunità di investimento e il suo profilo di rischio-rendimento.

3. **Security selection.** In questa fase, attraverso una accurata analisi tecnica, si cerca di creare un portafoglio, con prevalenza di attività sottostimate rispetto a quelle sovrastimate, puntando quindi su quelle che hanno un maggiore potenziale di crescita.

### *La gestione passiva*

La gestione passiva è una strategia di investimento che prevede la costruzione di un portafoglio che replichi un indice di riferimento, composto da varie azioni ed è invece tipica dei fondi indicizzati e degli ETF (exchange traded funds). Di conseguenza il portafoglio sarà composto con la stessa proporzione dell'indice di mercato scelto. Minimizzando le scelte di portafoglio, si minimizzano anche le commissioni delle transazioni e l'imposizione fiscale. L'obiettivo è avvicinare i risultati al benchmark (parametro di riferimento per la valutazione della prestazione dei titoli) ed è per questo che si parla di strategie di benchmarking.

Il concetto di gestione passiva si basa sull'ipotesi di mercato efficiente, secondo la quale il mercato rispecchia pienamente l'informazione disponibile. Di conseguenza non si potrà mai avere una prestazione migliore del mercato, quindi risulta impossibile "battere" il mercato. La scelta del benchmark riveste un ruolo primario nella gestione passiva perché rappresenterà il punto di partenza per tracciare le linee guida dell'investimento.

La replica dell'indice di riferimento potrà avvenire attraverso 2 modalità:

1. **Full replication** in cui il gestore acquista tutti i titoli compresi nell'indice nella stessa proporzione permettendogli di allineare performance dell'indice stesso e del portafoglio. Naturalmente i rilevanti costi di transazione necessari per realizzare questa operazione porteranno ad una riduzione del valore della performance del portafoglio rispetto a quella lorda dell'indice.
2. **Sampling replication** in cui il gestore compie un campionamento dei titoli che compongono l'indice riducendo sensibilmente i costi di transazione, ma aumentando al tempo stesso il rischio di disallineamento tra le performance del fondo e quelle del benchmark.

L'attività di replicazione del benchmark non è semplice ed è per questo che la strategia migliore per ridurre le difficoltà sarebbe quella che utilizza indici completamente replicabili con attività acquistabili direttamente sul mercato. Tra i vantaggi della gestione passiva vi è il minor numero di operazioni di compravendita di attività finanziarie che porta a sua volta ad una riduzione dei costi di transazione e delle commissioni richieste agli investitori. Quindi, a parità di rendimento della gestione, la minore entità delle commissioni permette di avere una performance netta superiore rispetto alla gestione attiva. Un altro vantaggio è legato anche alla minore frequenza di operazioni di compravendita che permette di rinviare la tassazione dei guadagni in conto capitale, rilevati nel momento in cui le attività finanziarie sono cedute, come differenza fra prezzo di acquisto e di vendita. Con la gestione passiva, quindi è possibile minimizzare sia i costi di transazione sia l'imposizione fiscale sui guadagni.

Una moderna gestione è rappresentata dalla Core-satellite investing<sup>55</sup>. Il nucleo del portafoglio è costituito da investimenti passivi che seguono i principali indici di mercato, come l'indice S&P 500. Il gestore aggiunge quindi altre posizioni, note come satelliti, sotto forma di investimenti gestiti attivamente. I portafogli core-satellite consentono di mescolare portafogli di classe patrimoniale core a basso costo, basati su beta, con anelli satellite di generazione alpha basati su hedge fund.

#### **2.4 Ciclo di vita degli hedge fund.**

Proprio come tutti gli esseri viventi competono per risorse limitate in un ecosistema, anche gli hedge fund competono in un panorama finanziario in continua evoluzione con opportunità di investimento e capitale disponibile limitati. Gli hedge fund sono veicoli di investimento capaci sì di regalare profitti enormi anche su scadenze molto brevi ma, in quanto tali, estremamente soggetti alla volatilità e a ogni tipo di shock esogeno per cui devono sforzarsi ad evolversi per ottenere un vantaggio competitivo e sopravvivere.

Creati per la prima volta nel 1949, gli hedge fund sono diventati popolari per le loro diverse strategie di investimento, una struttura di remunerazione che allinea efficacemente

---

<sup>55</sup> Smith, Lisa. 2013. "A Guide to Core-Satellite Investing." Investopedia, November 8. Disponibile al sito <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/core-satellite-investing.asp>.

gli incentivi dei gestori con i clienti e una regolamentazione abbastanza soft. Nel tempo, l'industria ha vissuto migliaia di "nascite" e "morti": la durata media della vita di un hedge fund è di soli 5/6 anni, secondo Lipper TASS Hedge Funds database. Sebbene il 10 per cento dei fondi sia sopravvissuto per più di 12 anni, oltre il 25 per cento dei fondi è svanito in meno di tre anni dopo l'avvio. Alcuni fondi come il Quantum Fund di George Soros hanno unito buone performance con la longevità, mentre il catastrofico fallimento di altri, come il Long-Term Capital Management (LTCM) nel 1998 e Amaranth Advisors nel 2006 hanno aumentato la consapevolezza del pubblico e dei regolatori in merito al ruolo degli hedge fund durante eventi sistemici, evidenziando la necessità di una migliore gestione dei rischi/rendimenti.

Benchè la performance degli hedge fund sembrerebbe determinare la loro sopravvivenza a lungo termine, dobbiamo dire però che questa relazione non sempre è corretta proprio perché il mondo degli hedge funds presenta molti rischi imprevisti. Pertanto, i fondi che offrono rendimenti superiori a breve termine non sopravvivono necessariamente più a lungo. In effetti, è il mantenimento di una stabilità senza fluttuazioni estreme che comporta spesso una durata prolungata dei fondi.

Prima di investire in hedge fund, un investitore prudente deve rendersi conto che le performance passate non forniscono indicazioni dirette sulla sopravvivenza futura e deve valutare tutte le informazioni disponibili su un fondo. I flussi generati dai fondi, la dimensione del fondo, l'età, la volatilità del rendimento e altri fattori specifici del fondo o relativi alla strategia influiscono tutti sulla possibilità di sopravvivenza a lungo termine.

Gli hedge fund non sono completamente al sicuro dai fallimenti, nonostante le solide capacità e prestazioni gestionali. Possono mitigare l'impatto negativo della concorrenza sulla loro sopravvivenza essendo market timers strategici che cercano di anticipare le informazioni, ma devono perseguire la giusta strategia al momento giusto. Inoltre, gli hedge fund che possiedono vantaggi competitivi più forti e punti di forza specializzati sopravvivono più a lungo nel loro mercato di riferimento perché tendono a scacciare gli altri che sono meno "adatti". Dobbiamo inoltre precisare che, rispetto ai fondi comuni, gli hedge fund assumono maggiori rischi poiché utilizzano vendite allo scoperto, leva finanziaria e derivati.

I prelievi dovuti alle loro scarse prestazioni possono portare alla loro liquidazione che può presentarsi in due forme: fallimento o chiusura. I fallimenti possono verificarsi a causa di frodi, liquidazione forzata (ad esempio, necessità di vendere attività in periodi di avverse condizioni di mercato), difficoltà operative o scommesse troppe rischiose. La

chiusura può avvenire se un hedge fund esaurisce tutte le opportunità all'interno di una categoria, non può ottenere più capitale o ha prestazioni inferiori<sup>56</sup>.

#### 2.4.1 La nascita

La prima fase del ciclo di vita è la "nascita" degli hedge fund. La tabella mostra che sono nati più fondi di quanti ne siano morti dal 1991 al 2007, secondo il database TASS. Tuttavia, a partire dal 2008, la tendenza si è invertita con l'inizio della crisi finanziaria del 2007-2008. La precrisi, la rapida crescita del settore degli hedge fund era dovuta alla fiducia degli investitori nei mercati finanziari, ai nuovi strumenti finanziari, alla popolarità dei derivati e alla libertà normativa.

**Figura 4: Hedge Funds entrata/uscita** *Fonte: Thomson Reuters Lipper TASS.*

ANNO	FONDI ESISTENTI	NOVE ENTRATE	NUOVE USCITE	% DI USCITE SU ESISTENTI
1991	438	117	0	
1992	623	187	0	
1993	894	272	0	
1994	1196	304	32	2,7
1995	1497	333	73	4,9
1996	1822	404	138	7,6
1997	2132	449	113	5,3
1998	2463	453	174	7,1
1999	2863	585	195	6,8
2000	3306	630	241	7,3
2001	3965	912	263	6,6
2002	4762	1088	254	5,3
2003	5855	1334	274	4,7
2004	7212	1630	333	4,6
2005	8497	1620	536	6,3
2006	9622	1646	611	6,4
2007	10741	1742	1016	9,5
2008	11140	1430	1884	16,9
2009	10722	1452	1617	15,1
2010	10170	1067	1294	12,7
2011	9631	757	1430	14,8
2012	8786	591	1506	17,1
2013	7703	411	1265	16,4
2014	6686	247	1065	15,9

<sup>56</sup> Berk, Jonathan B., and Richard C. Green. 2004. "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets." *Journal of Political Economy* 112: 6, 1269– 1295.

I manager devono dedicare tempo e risorse considerevoli per completare il processo di avvio di un hedge fund, nonché possedere il mix necessario di esperienza, competenze e credibilità del settore per attirare il capitale degli investitori. Necessitano anche di servizi di intermediazione e strategie che devono essere convincenti e superiori a quelle dei concorrenti se vogliono far appello agli investitori. Per dimostrare l'efficacia delle loro strategie, alcuni potrebbero persino istituire degli “incubator funds”, cioè fondi di prova alimentati con il proprio capitale per attrarre e convincere gli investitori<sup>57</sup>. Gli hedge fund emergenti hanno bisogno di tempo per crearsi una reputazione per competenza e prestazioni stabili nel settore e, fino al raggiungimento dello stato di maturità, possono presentare precarietà e maggiore volatilità nei rendimenti<sup>58</sup>.

A causa del rigoroso processo di avvio, i potenziali fondi preferiscono entrare nel mercato quando le opportunità sono fertili e attraggono gli investitori attraverso competenze specifiche che corrispondono alle attuali tendenze del mercato. In generale, le entrate di nuovi hedge fund tendono a diminuire durante e dopo periodi di crisi finanziarie e turbolenze insolite del mercato, rispetto ai periodi di mercati normali o rialzisti. Tuttavia, entrare in un mercato turbolento può significare sia nuove sfide, che nuove opportunità<sup>59</sup>. Sebbene le perdite di hedge fund durante la crisi finanziaria del 2007-2008 abbiano deluso molti investitori istituzionali, i rendimenti degli hedge fund erano in realtà meno volatili e meno negativi, in media, dei rendimenti dell'indice S & P 500.

#### 2.4.2 *La crescita.*

Durante la fase di crescita, gli hedge fund con performance migliori hanno maggiori probabilità di attrarre capitali rispetto ai fondi con performance scadenti. Tuttavia, per alcuni hedge fund, questa relazione è concava, pertanto, i fondi con le migliori prestazioni non crescono in modo proporzionale quanto il fondo con le prestazioni medie sul mercato e questo viene indicato come concavità dei flussi nei rendimenti, come mostrato nella tabella che segue. Per i fondi comuni di investimento, i fondi più

---

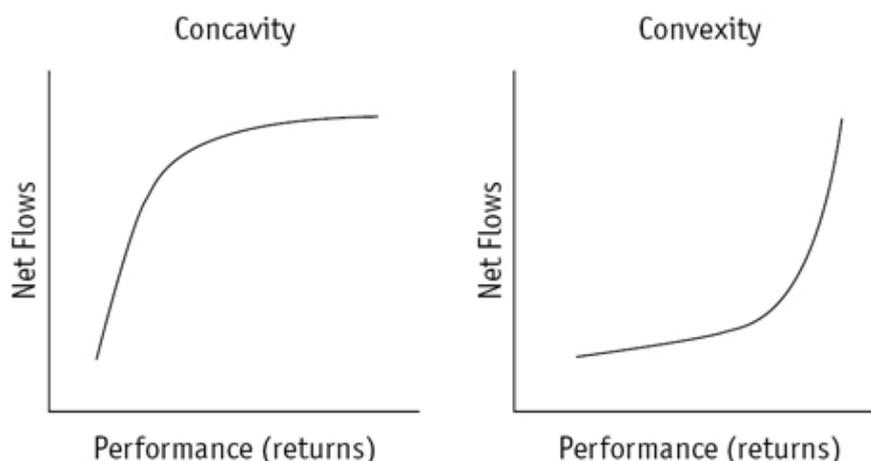
<sup>57</sup> Chambers, Donald R., Mark J. P. Anson, Keith H. Black, and Hossein Kazemi. 2015. *Alternative Investments: CAIA Level I*. 3rd ed. Hoboken, NJ: Wiley.

<sup>58</sup> Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and James Park. 2001. “Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry.” *Journal of Finance* 56: 5, 1869– 1886.

<sup>59</sup> Brunnermeier, Markus K., and Stefan Nagel. 2004. “Hedge Funds and the Technology Bubble.” *Journal of Finance* 59: 5, 2013– 2040.

performanti registrano afflussi sproporzionatamente elevati rispetto ai fondi che guadagnano rendimenti medi e questo è chiamato convessità dei flussi nei rendimenti.

**Figura 5 Relazione di crescita**



Una potenziale spiegazione per la concavità dei flussi di hedge fund nei rendimenti è che gli hedge fund con le migliori prestazioni potrebbero intenzionalmente scegliere di non crescere rapidamente per evitare rendimenti di scala decrescenti (ovvero una diminuzione della performance incrementale man mano che cresce la dimensione di un fondo, tenendo tutto il resto costante). Man mano che ogni hedge fund cresce, le sue attività si avvicinano a un limite di capacità rispetto alle risorse disponibili che la sua strategia può sfruttare, che è chiamato limite di capacità a livello di fondo. Zhong<sup>60</sup> (2008) rileva che il flusso a livello di fondo ha un impatto positivo sulla performance futura di un fondo per fondi più piccoli e un impatto negativo per fondi più grandi, confermando l'ipotesi del limite di capacità. Quando un hedge fund riconosce che uno dei suoi fondi ha raggiunto il limite di capacità, può chiudere il fondo a nuovi investimenti e avviare un nuovo fondo. Un afflusso eccessivo di capitale può sopraffare l'efficacia e la capacità dei gestori di muoversi rapidamente e trarre vantaggio dalle opportunità di mercato in rapido movimento. Gli investitori in hedge fund che seguono strategie direzionali sono più

---

<sup>60</sup> Zhong, Zhaodong. 2008. "Why Does Hedge Fund Alpha Decrease over Time? Evidence from Individual Hedge Funds." Working paper, Rutgers University.

sensibili ai rendimenti passati<sup>61</sup>. Al contrario, gli investitori in market neutral ed event-driven sono meno sensibili ai rendimenti passati perché sono proprio le condizioni del mercato e gli eventi peculiari per quel particolare periodo a guidare queste strategie.

### 2.4.3 La concorrenza.

I fondi possono fallire anche se hanno solide capacità manageriali e performance, se non sanno reagire ad un'intensa concorrenza. In momenti di scarsa concorrenza è facile per un hedge fund avere successo e sopravvivere. Al contrario, l'ingresso sul mercato in periodi di forte concorrenza influisce negativamente sulla performance e sulla sopravvivenza del fondo. Sulla base di alcuni elementi comuni, gli hedge fund possono essere raggruppati in categorie. Gli hedge fund nella stessa categoria tendono ad adottare strategie simili e inseguire tipi simili di opportunità di mercato. Man mano che vengono investiti più fondi in una particolare strategia, la concorrenza per tale flusso si intensifica, erodendo opportunità di profitto limitate.

Un hedge fund si trova in una posizione favorevole se persegue la giusta strategia al momento giusto che può essere interpretato in diversi modi. Possono sfruttare in modo ottimale la concorrenza se evitano di essere circondati da molti fondi della loro categoria. Un altro modo per sopravvivere è invece investire in categorie che hanno ottenuto buoni risultati. Controllando le caratteristiche del fondo, quali rendimenti, età e AUM, gli hedge fund hanno maggiori probabilità di sopravvivere se si trovano in quelle categorie favorevoli che registrano grandi flussi di fondi. Tuttavia, la concorrenza è aumentata notevolmente e gli hedge fund che competono con opportunità e capitali limitati, vedono aumentare la probabilità di liquidazione di un singolo fondo che appartiene alla categoria più inseguita ed affollata. Pertanto, esiste una relazione tra posizionamento favorevole, concorrenza e probabilità di liquidazione sul ciclo di vita degli hedge fund.

Oltre ai tempi strategici, un fondo deve adottare i propri vantaggi competitivi per sopravvivere. Lo sviluppo di punti di forza differenziali è fondamentale per prolungare la sopravvivenza dei fondi e sovraperformare altri fondi della stessa categoria. Vari fattori tra cui le capacità del gestore, il personale di supporto, la posizione e le dimensioni possono far parte dell'unicità di un fondo. Ad esempio, un macro-fondo globale può potenzialmente

---

<sup>61</sup> Getmansky, Mila. 2012. "The Life Cycle of Hedge Funds: Fund Flows, Size, Competition, and Performance." *Quarterly Journal of Finance* 2: 2, 1– 53.

sviluppare un vantaggio competitivo essendo dotato di economisti esperti su cui i manager possono fare affidamento per opinioni e previsioni economiche specializzate. Oppure, gli hedge funds con sede nella loro regione di investimento beneficiano del vantaggio informativo disponibile per i fondi locali<sup>62</sup>. I fondi possono segnalare i loro punti di forza ai potenziali investitori in diversi modi. Ad esempio, l'applicazione di commissioni di performance più elevate molto spesso è legata prestazioni medie migliori rispetto ad altri fondi. Inoltre, diverse caratteristiche del fondo, come il periodo di blocco, i requisiti minimi di investimento, l'età del fondo e l'investimento del gestore, possono determinare la forza di un fondo o la sua debolezza. Di fronte a un ambiente competitivo, i fondi devono avere un vantaggio competitivo ed essere distinti dagli altri concorrenti; in caso contrario, i fondi dovrebbero cercare mercati diversi per garantirne la sopravvivenza.

Gli hedge fund si adattano continuamente agli ambienti di mercato dinamici e aumentano la concorrenza per sopravvivere. Quando esistono solo pochi predatori, il cibo è abbondante, ma la sua abbondanza attirerà più predatori e competizione, esaurendo le risorse. Quando molti hedge fund agiscono allo stesso modo sfruttando l'inefficienza dei prezzi, eventuali errori di valutazione vengono rapidamente corretti e, di conseguenza, questi fondi devono cercare altre fonti per sopravvivere, dimostrando l'impatto negativo della concorrenza nella vita di un hedge fund. Questo quadro può spiegare perché gli hedge fund di successo non rimangono legati ad una sola strategia, ma si muovono agilmente da un mercato all'altro nel corso della loro vita, rispondendo alle sue mutevoli condizioni e impiegando dinamicamente strumenti finanziari, come derivati e swap, per massimizzare la performance.

La non stazionarietà nelle strategie e una costante ricerca di alpha, generalmente identificati come caratteristiche uniche degli hedge fund, riflettono la dura lotta che i fondi devono intraprendere per la sopravvivenza. Per prolungare la fase di vita del loro ciclo di vita, gli hedge fund devono evolversi continuamente; i manager potrebbero aver bisogno di acquisire maggiori competenze, assumere nuovo personale, adottare nuove tecnologie e passare a nuovi segmenti di mercato per cercare nuove fonti di alpha. Nel processo di ricerca e realizzazione di alpha, correggono i mispricings e riportano i prezzi ai valori

---

<sup>62</sup> Teo, Melvyn. 2009. "The Geography of Hedge Funds." *Review of Financial Studies* 22: 9, 3531– 3561.

fondamentali fornendo un aiuto per riportare il mercato a condizioni di efficienza<sup>63</sup>. I fondi che restano indietro in una di queste aree hanno minori possibilità di sopravvivenza.

#### 2.4.4 *La fine.*

Gli hedge fund raggiungono la fine del loro ciclo di vita per vari motivi, tra cui perdite di mercato irrecuperabili, crisi finanziarie, errori operativi, di strategia o una gestione del rischio non corretta. Un gestore può anche chiudere volontariamente il fondo se la strategia ha esaurito tutte le risorse o se non si prevede che la performance futura compensi le perdite passate<sup>64</sup>. L'anno 2008 è stato particolarmente difficile per l'industria degli hedge fund a causa della crisi finanziaria e delle frodi sui fondi. Come mostra la precedente **figura 4**, il numero di nuovi lanci nel 2008 è stato di 1.430, mentre il numero di liquidazioni è stato di 1.884. Il tasso di cessazione è salito al 16,9 per cento nel 2008 dal 9,5 per cento nel 2007, anche in coincidenza con il picco della crisi finanziaria.

La risoluzione del fondo può apparire in due forme: liquidazione forzata o chiusura volontaria. Nel primo caso, come in caso di fallimento, i gestori di hedge fund e gli investitori sostengono costi notevoli a causa della perdita del capitale. In caso di liquidazione dovuta alla chiusura, gli investitori in hedge fund, anziché i gestori, sostengono i costi di ricerca perché ora devono cercare nuove opportunità di investimento nel settore degli hedge fund. Una combinazione tra maggiore volatilità dei rendimenti del fondo, età più giovane e bassa performance porta ad una maggiore probabilità di chiusura del fondo.

I fondi più grandi, con una leva inferiore, che hanno performance elevate e disposizioni relative al periodo di blocco tendono ad avere una maggiore probabilità di sopravvivere. Un periodo di blocco proibisce il rimborso o il ritiro del denaro di un investitore da un fondo per un periodo designato, in genere da uno a tre anni. La previsione di un periodo di lockup è particolarmente vantaggiosa per i gestori che negoziano titoli illiquidi, offrendo loro più tempo per attuare le loro strategie e influenzando positivamente sulla possibilità del fondo di sopravvivere un altro anno, soprattutto in periodi turbolenti<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> Cao, Charles, Bing Liang, Andrew W. Lo, and Lubomir Petrsek. 2014. "Hedge Fund Holdings and Stock Market Efficiency." Working paper, University of Massachusetts, Amherst.

<sup>64</sup> Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and James Park. 2001. "Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry." *Journal of Finance* 56: 5, 1869–1886.

<sup>65</sup> Gregoriou, Greg N. 2002. "Hedge Fund Survival Lifetimes." *Journal of Asset Management* 3: 3, 237–252.

La presenza di clausole high water mark potrebbe essere un elemento che garantisce maggiore possibilità di sopravvivenza perché impedisce ai gestori di guadagnare commissioni di incentivazione sugli utili dal recupero delle perdite precedenti<sup>66</sup>. Questa clausola riduce il costo marginale degli investitori esistenti, dopo la scarsa performance del fondo, rallentando così i deflussi nei periodi difficili.

Le incertezze del mercato incidono negativamente sulla sopravvivenza dei fondi e richiedono elevate capacità manageriali per avere successo in tali condizioni e sopravvivere a potenziali tempeste finanziarie. Ad esempio, i macro-fondi globali sono altamente esposti a movimenti incerti nei mercati valutari, delle materie prime e del debito sovrano perché possono assumere rischi sostanziali e concentrati in tali mercati<sup>67</sup>. Alcuni gestori come George Soros sono riusciti a gestire i fondi macroeconomici globali sfruttando condizioni macroeconomiche estremamente speculative; altri gestori sono stati meno fortunati. I fondi basati su strategie event driven sono esposti a eventi aziendali imprevisti che possono portare a forti oscillazioni delle posizioni correlate. Le performance di questi fondi tendono ad essere basse quando si specula su aziende specifiche e le attività di fusione in ambienti volatili sono più difficili. I fondi che impiegano posizioni relative a strumenti di credito e prodotti strutturati sono esposti a rischi di liquidità e incontrano difficoltà nei mercati illiquidi.

La scomparsa di un fondo non significa necessariamente che il fondo abbia fallito, poiché gli hedge fund di successo possono essere liquidati volontariamente. Un esempio di liquidazione volontaria può realizzarsi quando un gestore preveda un crollo del mercato e si ritiri da tutte le posizioni prima di subire una grave perdita. Tali fondi che attuano liquidazioni strategiche non dovrebbero essere considerati fondi falliti, anzi possono riflettere la lungimiranza e l'agilità del settore degli hedge fund.

L'uso di strumenti finanziari più flessibili, come leva finanziaria, derivati, vendite allo scoperto e swap, può aiutare gli hedge fund nei periodi favorevoli, ma contribuisce anche a una maggiore volatilità dei rendimenti. C'è quindi un legame diretto, ceteris paribus, tra l'eccessiva volatilità e la maggiore probabilità di chiusura del fondo che tende a dissuadere i manager dall'assumere un'eccessiva volatilità perché vogliono preservare la loro reputazione ed essere in grado di riprendere le loro carriere nel settore. Alcuni fondi

---

<sup>66</sup> Aragon, George O., and Jun Qian, 2009. "High-Water Marks and Hedge Fund Compensation." Working paper, Arizona State University.

<sup>67</sup> Liang, Bing, and Hyuna Park. 2010. "Predicting Hedge Fund Failure: A Comparison of Risk Measures." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45: 1, 199– 222.

out of the money scelgono semplicemente di chiudere i propri fondi per sopravvivere nel settore piuttosto che giocare con i soldi degli investitori, forse sperando di ricominciare nuovamente aprendo un altro fondo, ma con la reputazione intatta. Questa scelta è una buona notizia perché il dilemma del moral hazard che devono affrontare gli hedge fund non è così diffuso come alcuni percepiscono. La questione del moral hazard riguarda il rischio eccessivo dei gestori assunto per interessi egoistici a spese degli investitori. Per alcuni gestori di fondi, la longevità della carriera è più importante dei profitti a breve termine, al fine di mitigare l'effetto del moral hazard. Allineare gli obiettivi strategici dei gestori con gli interessi degli investitori è fondamentale per progettare una struttura di successo e ottimizzare le possibilità di sopravvivenza a lungo termine di un fondo.

Anche i rischi operativi e le crisi del mercato incidono negativamente sulla sopravvivenza dei fondi e possono causare la chiusura del fondo. Amaranth Advisors<sup>68</sup> è un esempio di hedge fund che ha avuto problemi operativi e non è sopravvissuto alle oscillazioni del mercato.

#### *2.4.5 La giusta strategia al momento giusto.*

Riepilogando, immaginare un hedge fund come se fosse un'entità vivente che lotta per sopravvivere in un ambiente competitivo offre spunti interessanti sul loro ciclo di vita. Abbiamo visto come la sopravvivenza degli hedge fund dipenda da innumerevoli fattori, tra cui performance, dimensioni, movimenti del mercato, capacità manageriali, tempistica e concorrenza di altri fondi. La relazione flusso-performance per tutti gli hedge fund in generale è positiva e concava, quindi, possono scegliere di chiudere i propri fondi una volta superato il limite di capacità.

La dimensione patrimoniale passata influisce anche sui rendimenti degli hedge fund attuali, che a loro volta influenzano il ciclo di vita degli hedge fund. La relazione tra la performance attuale e la dimensione dell'attivo passata è positiva e concava, quindi è possibile ottenere una dimensione ottimale dell'attività ottimizzando i rendimenti. Pertanto, gli investitori di hedge fund devono diffidare delle dimensioni delle attività degli hedge fund prima di investire perché i gestori di hedge fund potrebbero essere più propensi ad

---

<sup>68</sup> Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, Bing Liang, and Christopher Schwarz. 2008. "Mandatory Disclosure and Operational Risk: Evidence from Hedge Fund Registration." *Journal of Finance* 63: 6, 2785–2815.

aumentare la base patrimoniale, aumentando così le commissioni di gestione. Gli investitori dovrebbero scegliere strategie di hedge fund che non abbiano una dimensione patrimoniale superiore a quella ottimale. La relazione tra performance e dimensione delle attività assume diverse forme funzionali per diverse categorie.

La relazione è concava e la dimensione ottimale può essere ottenuta per categorie più illiquide, come gli emerging markets e i convertible arbitrage. Queste categorie di hedge fund subiscono forti impatti sul mercato e sono soggette a opportunità limitate. Per altre categorie, come fondi long / short, multistrategy e event driven, la relazione non è positiva e concava.

Per rimanere competitivi, i gestori degli hedge fund devono trovare la giusta strategia al momento giusto, mantenendo la dimensione ottimale delle attività. Il posizionamento favorevole in una categoria popolare con grandi flussi (ovvero entrare nel mercato con la giusta strategia al momento giusto) influisce positivamente sulla probabilità di sopravvivenza di un hedge fund. La relazione è concava, ma allo stesso tempo, la concorrenza tra hedge fund nella stessa categoria aumenta notevolmente la probabilità di liquidazione di un singolo hedge fund in quella categoria. Di conseguenza, i gestori di hedge fund potrebbero scegliere di rimanere nella categoria che presenta un posizionamento favorevole e una minore concorrenza. Tuttavia, poiché la categoria di hedge fund diventa più favorevole, un numero maggiore di hedge fund entra in tale categoria, aumentando così la concorrenza. Man mano che gli investitori inseguono i rendimenti, aumenta la concorrenza tra gli hedge fund all'interno della categoria, aumentando così la probabilità di liquidazione degli hedge fund.

Pertanto, i gestori di hedge fund dovrebbero valutare in modo dinamico i rischi di trovarsi in una determinata categoria e comprendere le interrelazioni tra concorrenza e posizionamento favorevole. Inoltre, devono utilizzare strategie dinamiche per adattarsi e sopravvivere in un mercato in continua evoluzione poiché raggiungono la fine del loro ciclo di vita se mancano di competitività o subiscono enormi perdite a causa di errori strategici, rischi di mercato o errori operativi.

Per i gestori di hedge fund, un vantaggio dell'analisi degli elementi caratteristici del loro ciclo di vita sarà una migliore comprensione delle probabilità di sopravvivenza. Per gli investitori di hedge fund, il vantaggio sarà una migliore comprensione delle opportunità di investimento.

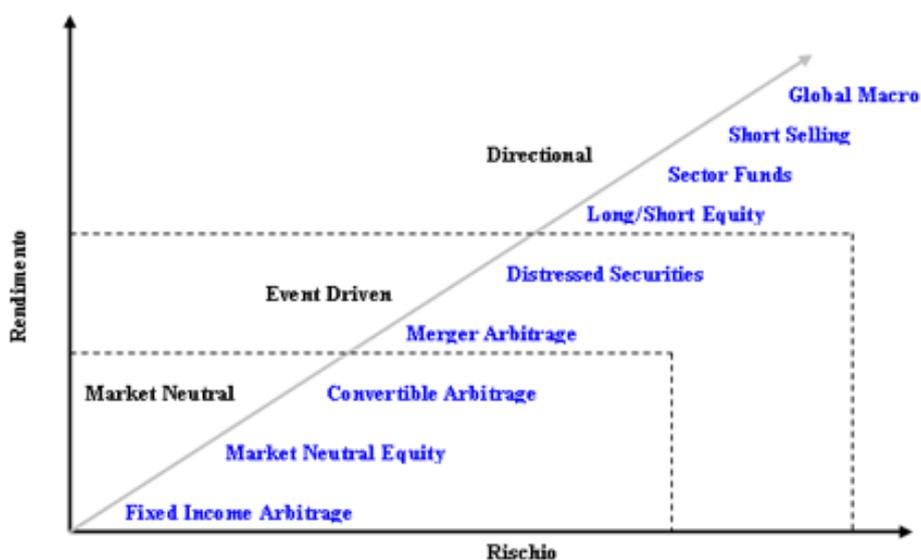
### Capitolo 3

## STRATEGIE D'INVESTIMENTO E APPLICAZIONE A CASI PRATICI

Gli hedge funds non rappresentano un gruppo omogeneo di investimento ma si caratterizzano per utilizzare stili di gestione diversi o strategie alternative. Una particolarità delle strategie degli hedge funds è che questi possono investire in strumenti non accessibili ai fondi di investimento tradizionali, quali i futures, le opzioni, i titoli garantiti o obbligazionari, le obbligazioni bancarie o i crediti commerciali delle società con un basso rating o sottoposte a procedimenti concorsuali.

Non esiste una classificazione univoca delle strategie degli hedge fund e soprattutto l'universo delle strategie non è statico, ma in continua evoluzione. Una classificazione dei fondi può essere fatta solo ai fini speculativi ed in funzione delle strategie adottate. Sulla base delle strategie è possibile suddividere i fondi hedge in tre macrocategorie che a loro volta presentano delle sottocategorie in base al particolare strumento di investimento od evento del mercato utilizzato per trarre profitto, ognuna con gradi differenti di livello del rischio e profitto atteso.

**Figura 6** Posizionamento delle strategie di Hedge Funds in base al profilo rischio/rendimento



Fonte: Ansa

### 3.1 Directional Strategy

Nelle strategie direzionali i fondi hanno una esposizione complessiva che segue la direzione (net long bias) o procede in direzione opposta (net short bias) rispetto al mercato. Questi tipi di strategie hanno una maggiore esposizione alle fluttuazioni del mercato rispetto alle strategie neutrali<sup>69</sup>.

I fondi direzionali si possono suddividere nelle diverse sub-strategie:

1. Long/short Equity Funds
2. Fondi azionari specializzati long/short
3. Strategie di miglioramento del rendimento (Yield Enhancement)
4. Short selling biased strategies
5. Global Derivatives Hedge Fund Strategies

Di seguito verranno analizzati i fondi che adottano una strategia long/short, con particolare riferimento alla determinazione dell'esposizione del fondo al mercato, al differente stile di gestione del portafoglio facendo riferimento anche ai fondi specializzati, a strategie per il miglioramento del rendimento e short biased only ed infine alle Global Derivates Hedge fund strategies.

#### 3.1.1 - Long/short Equity Funds

I gestori di fondi che adottano tale strategia puntano sulla creazione di un portafoglio con rendimenti non correlati alla performance di mercato, ma piuttosto alle capacità di selezione delle azioni da parte dei gestori. Essi identificano le azioni che ritengono che il mercato stia sottovalutando, nonché azioni che ritengono sopravvalutate e poi acquistano azioni sottovalutate (assumendo posizioni long) e vendono allo scoperto le azioni sopravvalutate (assumendo posizioni short). L'adozione di una strategia sia con posizioni long che short amplia la gamma di possibili alternative disponibili per il gestore e crea la possibilità di trarre profitto dalla performance di entrambe le tipologie di azioni. Questa strategia è redditizia se i prezzi delle aziende oggetto delle posizioni long salgono e

---

<sup>69</sup> Stefanini, Filippo. 2006. Investment Strategies of Hedge Funds. Chichester, UK: Wiley.

i prezzi delle società oggetto delle posizioni short scendono; in caso contrario il fondo subisce perdite. In un portafoglio long/short, le posizioni short hanno un doppio vantaggio. In particolare, forniscono un'esposizione negativa su titoli che il gestore ritiene diminuiranno di prezzo e ridurranno l'esposizione al mercato del portafoglio fornendo copertura dal rischio sistematico.

In merito alle performance di un fondo azionario long/short dobbiamo distinguere il diverso contributo delle posizioni long e short nel tempo. Raramente le vendite allo scoperto forniscono un valore positivo alla performance nel corso degli anni, perché effettuare uno short selling su un'azione è generalmente più difficile che aprire una posizione long di lungo termine soprattutto perché quest'ultima è caratterizzata da perdite potenziali finite, al massimo il 100% dell'investimento, e guadagni potenzialmente infiniti. Una speculazione con l'assunzione di una short position, invece, può comportare una perdita potenzialmente illimitata e dei guadagni potenziali finiti, al massimo il 100% dell'investimento.

Un portafoglio gestito con una strategia long/short può assumere nove tipi di posizioni:

1. Straight long. Rappresentano l'assunzione di posizioni lunghe sulle azioni di società che il gestore ritiene possano crescere di valore, come ad esempio Berkshire.
2. Straight short. Rappresentano l'assunzione di posizioni corte sulle azioni di società non apprezzate e che il gestore reputa sopravvalutate e a rischio di perdita di valore come ad esempio Telecom.
3. Share class arbitrage. Arbitraggio tra diverse categorie di azioni di una determinata società, quali azioni ordinarie, privilegiate e speciali a seconda dello sconto premio fornito.
4. Pair trades. Una posizione sull'andamento relativo di due titoli simili in base all'analisi tecnica (es. esempio andare long su Apple e short su Samsung).
5. Long position vs. sector (es. long su Coca Cola vs. Consumer Staple Sector).
6. Long position vs. market (es. long su JNJ vs. DJIA)
7. Basket of long position vs. sector (es. long su Zoom vs. servizi di comunicazione)
8. Basket of long position vs. market (es. long su un insieme di azioni di farmaceutica degli USA vs. mercato azionario americano)

9. Basket of stocks vs. basket of other stocks con caratteristiche differenti (es long su società con elevata capitalizzazione vs. società con bassa capitalizzazione).

### *Esposizione*

Il gestore del portafoglio può ridurre il rischio senza effettuare necessariamente vendite allo scoperto ma utilizzando derivati su indici azionari. Una pratica frequente è quella di vendere (acquistare) future su indici azionari per diminuire (aumentare) rapidamente l'esposizione del portafoglio al fine di anticipare o reagire alle condizioni di mercato. In genere le performance degli hedge fund che adottano una strategia long/short mostrano una correlazione positiva con la performance del mercato azionario di riferimento. Per capire perché l'esposizione netta al mercato sia positiva è necessario pensare a ciò che accadrebbe a un hedge fund azionario lungo/corto con un focus sul mercato statunitense con un'esposizione netta negativa al mercato. Se l'indice S&P 500 aumentasse del 15% in un anno e l'hedge fund perdesse il 5% a causa del suo short bias, gli investitori probabilmente non perdonerebbero il gestore e chiederebbero il riscatto. Il fondo sarebbe tenuto a chiudere e liquidare il suo portafoglio. Alcuni sostengono che un hedge fund ideale dovrebbe essere in grado di guadagnare due terzi del rendimento del mercato quando il mercato è in una fase rialzista e rimetterci solo un terzo della perdita di mercato durante le fasi ribassiste. L'esecuzione di una simulazione storica con l'applicazione di queste caratteristiche euristiche dimostra che un hedge fund ideale performa meglio di qualsiasi indice con una volatilità inferiore. Si può affermare dunque che nel lungo termine, la conservazione del capitale durante i ribassi del mercato è più importante che partecipare completamente ai rialzi dello stesso.

Procediamo con l'analisi di due indicatori fondamentali che caratterizzano un hedge fund azionario long/short: l'esposizione netta e l'esposizione lorda.

L'esposizione netta è la somma dei pesi delle posizioni long meno il valore assoluto della somma dei pesi delle posizioni short:

$$\mathbf{Net\ exposure} = \sum_{i=1}^L W_i - \left| \sum_{i=1}^S W_i \right|$$

$W_i$  è il peso del titolo inteso come percentuale del valore patrimoniale netto del fondo (NAV). Se il titolo viene venduto short,  $W_i$  sarà negativo.  $L$  indica il numero di posizioni lunghe e  $S$  il numero di posizioni corte nel portafoglio.

L'esposizione netta per i fondi azionari long/short varia di solito nell'intervallo del 30-70%, L'esposizione netta tipica è dal 95 al 100 per cento per un fondo long-only. Tuttavia, è necessario porre attenzione al vero significato dei risultati ottenuti in riferimento all'esposizione netta. Ad esempio, un investitore potrebbe pensare che un hedge fund con un'esposizione netta al mercato pari a zero sia coperto. Al contrario, questo gestore potrebbe perdere denaro sia sulle posizioni long che su quelle short molto più rapidamente di un fondo tradizionale. Pertanto, l'esposizione netta di per sé è insufficiente per analizzare l'esposizione di un portafoglio al rischio sistematico perché trascura la diversa sensibilità di ogni posizione ai cambiamenti del mercato. Un portafoglio può essere costituito da posizioni con una forte sensibilità alle variazioni del mercato (ad esempio, titoli high-beta) il cui peso è incomparabile al peso di titoli più difensivi (cioè titoli low-beta). È necessario introdurre un indicatore più preciso della sensibilità del portafoglio all'andamento del mercato. Questa misura è l'esposizione netta rettificata per il beta.

$$\mathbf{Beta\ adjusted\ net\ exposure} = \sum_{i=1}^{L+S} W_i \cdot \beta_i$$

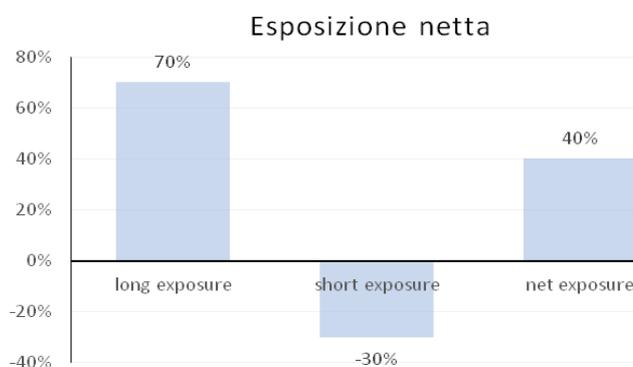
L'esposizione netta può essere uguale a zero, ma l'esposizione aggiustata per il beta potrebbe non esserlo. La prima è una misura statica, mentre la seconda indica l'esposizione netta al mercato considerando la sensibilità di ciascuna posizione di portafoglio al mercato azionario di riferimento.

Per esempio, consideriamo un fondo con un'esposizione lunga del 70% e una esposizione corta del 30%. L'esposizione netta del fondo è 70%-30%=40%. Se le operazioni long hanno un beta dello 0,5 e quelle short di 1,5, l'esposizione netta aggiustata

per il beta sarà pari a  $70\% \cdot 0,5 - 30\% \cdot 1,5 = -10\%$ . Anche se, in base all'esposizione netta nominale, il fondo ha un long bias del 40%, l'esposizione netta rettificata per il beta, considerando la sensibilità di ciascuna azione del portafoglio ai movimenti del mercato, è del -10%. Quindi, se a prima vista il portafoglio sembra avere una esposizione positiva al mercato, un esame più approfondito rivela che quando si considera la diversa sensibilità dei titoli ai cambiamenti del mercato, l'esposizione a quest'ultimo può risultare negativa.

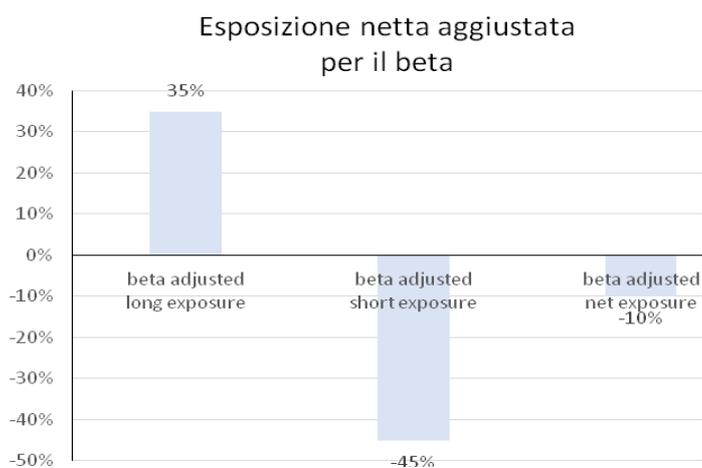
Queste figure mostrano la long, short e netta esposizione di un ipotetico fondo azionario long/short.

**Figura 7 Esposizione netta**



La prima figura mostra l'esposizione in termini nominali (cioè l'assegnazione di un peso uguale a tutte le posizioni nel portafoglio).

**Figura 8 Esposizione netta aggiustata per il beta**



La seconda figura mostra l'esposizione dello stesso fondo, considerando la sensibilità di ciascuna posizione del portafoglio ai movimenti del mercato.

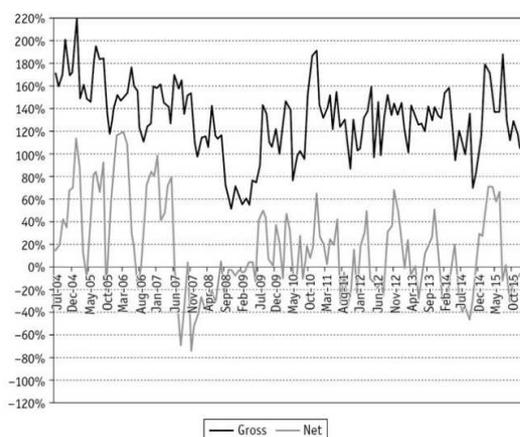
*Esposizione lorda*

L'analisi del comportamento di un hedge fund richiede l'aggiunta di un altro indicatore: l'esposizione lorda al mercato. L'esposizione lorda è la somma dei pesi delle posizioni long più il valore assoluto della somma dei pesi delle posizioni short:

$$\text{Gross exposure} = \sum_{i=1}^L W_i + \left| \sum_{i=1}^S W_i \right|$$

L'esposizione lorda per i fondi azionari long/short varia di solito tra il 150 e il 200 per cento ed è di circa il 100 per cento per un fondo long-only. Essa rappresenta quanti soldi il gestore ha effettivamente messo a rischio. Si consideri un hedge fund azionario lungo/corto con solo due azioni in portafoglio: una posizione lunga dell'85% del patrimonio netto del fondo e una posizione corta del 35% delle attività nette. L'esposizione netta è del 40%, mentre l'esposizione lorda è del 120%. Questa esposizione significa che l'hedge fund ha aperto posizioni che rappresentano il 120 per cento del suo NAV, quindi, l'hedge fund utilizza la leva finanziaria. Nel grafico che segue vedremo l'evoluzione dell'esposizione lorda e netta per un fondo azionario long/short con un bias variabile. Le esposizioni nette e lorde variano continuamente nel tempo, rivelando movimenti tattici da parte del gestore. Durante un periodo di disagio di mercato (ad esempio, 2008 e 2011) e di estrema volatilità, si è verificata una forte riduzione dell'esposizione lorda per controbilanciare la volatilità sottostante del mercato. Durante questi periodi, il gestore del fondo ha tagliato in modo aggressivo l'esposizione netta, trasformandola in un territorio negativo.

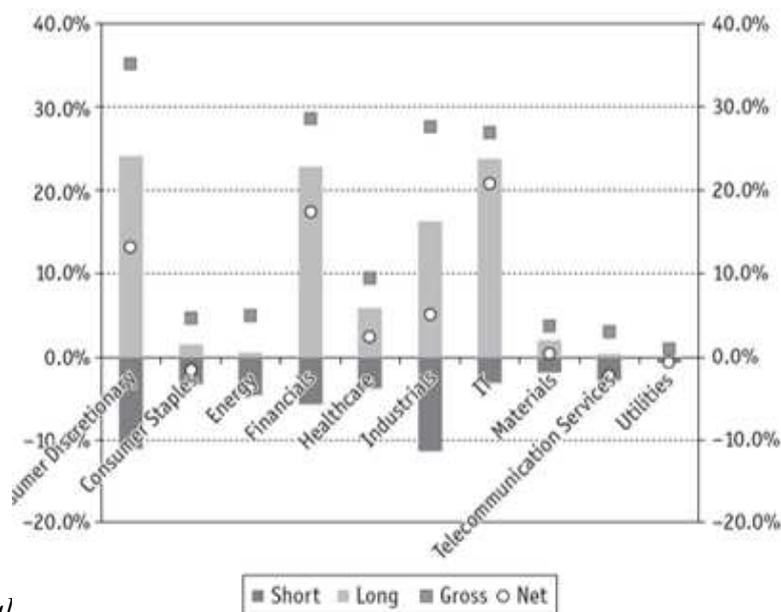
**Figura 9**



Fonte: Eurizon Capital

La rappresentazione a seguire invece mostra un altro esempio di fondo azionario lungo/corto. Ad una determinata data, il fondo presenta le seguenti esposizioni complessive: (1) esposizione long 96,9%, (2) esposizione corta - 47,1%, (3) esposizione lorda 144,0% e (4) esposizione netta - 49,8%. Il grafico fornisce la ripartizione per settore delle esposizioni dei fondi. Il fondo ha un'esposizione netta negativa ai beni di consumo, all'energia, ai servizi di telecomunicazione e alle utility e un'esposizione netta positiva ai beni di consumo discrezionali, alle tecnologie dell'informazione (IT) e ai servizi finanziari. Le maggiori esposizioni al rischio, misurate dall'esposizione lorda, sono riferite al consumer discretionary, servizi finanziari, IT e industriali.

**Figura 10 Ripartizione delle esposizioni per settore per un fondo azionario long/short**



Fonte Eurizon Capital

Questa rappresentazione mostra la ripartizione delle esposizioni per settore in un determinato momento. Anche se a livello di portafoglio l'esposizione netta del fondo è positiva, alcune inclinazioni di settore si verificano tra settori diversi: alcuni hanno un'esposizione netta positiva, mentre altri hanno un'esposizione netta negativa.

### *Management styles*

Gli hedge funds long/short possono essere caratterizzati dai seguenti elementi:

- Esposizione positiva, negativa o variabile al mercato in base all'evoluzione nel tempo dell'esposizione netta alle azioni.
- Esposizione valued o growth in base all'esposizione ai fattori correlati.
- Large-cap o small-cap stock in base alla capitalizzazione di mercato delle partecipazioni di portafoglio.
- High turnover o low turnover in base alla strategia d'investimento.
- Diversificato o concentrato in base al numero di azioni.
- Discrezionale o sistematico, in base al processo di investimento che può essere "discrezionale" o regolato e gestito da algoritmi;
- Globale o specializzato in una determinata area geografica;
- Generalizzato o focalizzato su uno o più settori.

Un gestore di hedge fund può mostrare uno dei seguenti approcci:

- Bottom-up, in cui il manager esamina da vicino i fondamenti delle singole società e seleziona quelli che vuole acquistare o vendere allo scoperto. In genere, questi manager sono considerati stock pickers.
- Top down, in cui il manager costruisce posizioni basate su una visione macroeconomica, decidendo prima l'allocazione geografica e settoriale e selezionando solo in seguito le azioni.
- Stereoscopico, in cui il gestore combina i due precedenti approcci.

### *Portfolio diversification*

La diversificazione del portafoglio negli hedge fund azionari long/short è ampiamente eterogenea. La classificazione di tali fondi in base alle dimensioni potrebbe variare da portafogli altamente concentrati, con circa 100 a 150 titoli, a portafogli molto più diversificati, che comprendono da 500 a 600 titoli. In generale, i portafogli azionari long/short sono più concentrati dei fondi azionari market-neutral perché hanno esposizioni direzionali a diversi settori, paesi o fattori che il gestore non può rimuovere

completamente. La rimozione delle esposizioni direzionali può avvenire solo aumentando la diversificazione del portafoglio attraverso un maggior numero di posizioni long e short.

### *3.1.2 - Fondi azionari specializzati long/short*

I gestori azionari long/short possono specializzarsi in un mercato o settore economico di riferimento, in base a quello che il manager ritenga offra un maggior vantaggio competitivo.

Alcuni fondi si concentrano su paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone, mentre altri si concentrano su regioni geografiche come l'Europa e l'Asia. Tra le specializzazioni geografiche, i mercati emergenti come Brasile, Russia, India, Cina e Corea sono particolarmente importanti. Alcuni hedge fund sono specializzati in settori quali la tecnologia, le telecomunicazioni, le biotecnologie, i servizi finanziari e le risorse naturali. Sulla base di questa specializzazione, il manager offre un'esposizione settoriale mirata, cercando di mettere la sua esperienza lavorativa in un determinato campo di lavoro. In genere, questi manager hanno un approccio bottom up rispetto agli hedge funds.

### *3.1.3 - Strategie di miglioramento del rendimento (Yield Enhancement)*

Il rischio principale di questa macrocategoria di strategia è quello della cosiddetta “trappola del valore”. Se non ci sono eventi catalizzatori all'orizzonte, il prezzo delle azioni selezionate dal manager può rimanere sottovalutato per lungo tempo. Quindi alcuni gestori utilizzano strategie yield enhancement basate su opzioni per incrementare il rendimento del loro portafoglio, creando sinteticamente tale evento ed imprimendo alla posizione un esito più rapido.

Per aumentare la performance del portafoglio, il gestore può decidere di vendere opzioni sulle posizioni di portafoglio esistenti per guadagnare premi di opzione in due casi diversi:

1. Su una posizione lunga, il gestore può vendere un'opzione call out-of-the-money sulle azioni possedute al target price, quindi, con uno strike price che è uguale al target price (maggiore è la volatilità della posizione sottostante e maggiore è il premio guadagnato). In caso di apprezzamento dei prezzi superiore allo strike price,

il gestore del fondo accetta di limitare i suoi guadagni in cambio del premio ottenuto.

2. Su una posizione corta, il gestore può vendere opzioni put out-of-the-money per coprire la posizione short mediante l'acquisto azioni al target price uguale allo strike price tagliando però i guadagni in caso di svalutazione del prezzo maggiore dello strike price. In questo caso, il catalizzatore per sbloccare il valore in una posizione è la scadenza dell'opzione, e il gestore può "sinteticamente" produrre un catalizzatore per spingere la sua posizione verso un risultato più rapido.

#### *3.1.4 - Short selling biased strategies*

I manager specializzati nella vendita allo scoperto di azioni si trovano all'estremo della gamma di esposizione netta. Tali gestori di portafoglio cercano società i cui prezzi dovrebbero diminuire come, ad esempio, le società con valutazioni elevate e margini insostenibili, quelle con frodi contabili, o influenzate negativamente da cambiamenti tecnologici o cambiamenti normativi.

#### *3.1.5 - Global Derivatives Hedge Fund Strategies*

La ricerca di rendimenti elevati ha stimolato la crescita esplosiva degli hedge fund e delle loro strategie. Una delle strategie principali utilizza scommesse su fattori macro-correlati sia su base interna che internazionale. Questi fondi sono comunemente chiamati "macro globali" e hanno mandato ad investire attraverso derivati o leverage in una vasta gamma di mercati, tra cui valute, materie prime, tassi di interesse, e attività simili. Le strategie tendono ad essere a più lungo termine e legate ad ampi movimenti economici piuttosto che all'andamento di società specifiche.

Le strategie macroeconomiche globali mostrano una bassa correlazione con i mercati azionari e dimostrano il potenziale vantaggio della diversificazione. Global macro è un approccio top-down utilizzato dai gestori di hedge fund che si concentra su opinioni economiche e politiche complessive provenienti da vari paesi in tutto il mondo. Al fine di individuare le opportunità di investimento, i gestori degli hedge fund global macro cercano

di aggregare dati economici e politici per creare un quadro su larga scala dell'andamento dell'economia globale e delle economie dei singoli paesi.

La strategia macro globale, nota anche come strategia "go anywhere", offre ai gestori di hedge fund l'opportunità di trarre profitto nei mercati finanziari globali man mano che si sviluppano le notizie economiche e politiche. Sebbene alcune strategie di investimento limitino l'investimento a tipi specifici di classi di attività investibili o a tipi specifici di posizionamento, la natura non vincolata della strategia macro globale consente ai gestori di basare le proprie partecipazioni in più classi di attività, tra cui azioni, reddito fisso, opzioni, future e valute. Le posizioni possono essere lunghe o corte, ma comunque riflettono generalmente una visione a lungo termine.

I macro manager globali pongono enorme enfasi sui dati macroeconomici e sulle condizioni economiche e politiche piuttosto che sulle tendenze attuali e sui movimenti dei prezzi. In altre parole, i manager che utilizzano principi macro globali cercano di identificare e anticipare le tendenze e i movimenti imminenti invece di tentare di catturare l'ondata degli attuali movimenti dei prezzi e dei mercati. I gestori valutano i tassi di interesse, le politiche governative, l'inflazione (deflazione), gli annunci e i rapporti delle banche centrali di tutto il mondo per prevedere i movimenti di politica fiscale e monetaria e il loro impatto sui mercati finanziari. Quando si presenta un'opportunità, i macro manager globali possono assumere posizioni lunghe in un'economia che ritengono sia sottovalutata o in crescita o vendono, assumendo posizioni corte, nel caso di un'economia che ritengono sopravvalutata o contratta. Una caratteristica fondamentale attribuita al successo dei macro manager globali è la loro capacità di prevedere le tendenze prima che effettivamente si dispieghino e posizionare i loro beni in modo appropriato per capitalizzare il movimento.

Gli hedge fund che utilizzano la strategia macro globale cercano di ottenere rendimenti assoluti, anche se la loro performance non è correlata al rendimento di un indice standard come l'S&P 500. Questo approccio è diverso da molti hedge fund e fondi comuni di investimento che confrontano le prestazioni rispetto a un indice per misurare l'alpha del fondo. I macro hedge fund globali cercano di trarre profitto nei mercati rialzisti e ribassisti posizionando dinamicamente i loro portafogli per capitalizzare i cambiamenti macroeconomici. Affinché i macro manager globali costruiscano portafogli dinamici, devono investire in attività relativamente liquide come i derivati sui tassi di interesse, le valute, gli indici azionari, le obbligazioni e le materie prime. In un mondo di crescente globalizzazione, il quadro macroeconomico può cambiare rapidamente; pertanto, i gestori di fondi devono essere in grado di rispondere a tali cambiamenti in modo molto rapido.

Bloccarsi in una posizione illiquida sarebbe dannoso per un fondo macro globale e, per questo, è necessario limitare le posizioni in attività illiquide riducendo in questo modo al minimo i rischi di liquidità e ottenendo in cambio una riduzione del rischio del portafoglio del fondo. L'elevata liquidità delle attività investite consente ai fondi di essere agili nella gestione del periodo di detenzione.

### *Commodity Trade Advisors*

Alla guida di molti di questi fondi ci sono i CTA, che sono persone fisiche o giuridiche che forniscono consulenza sulla negoziabilità dei contratti future. I CTA spesso gestiscono accounts future, come i pool di materie prime, che sono una struttura di investimento simile ad un fondo comune per molti singoli investitori con lo scopo di mettere in comune i loro capitali e il commercio di contratti future come se fossero un'unica entità e, in questo modo, ottenere una maggiore leva finanziaria. Per beneficiare della leva finanziaria, gli investitori devono mantenere un conto di margine che i fondi segregano dal pool di investimento.

All'interno del bacino di investimenti, i CTA generalmente riempiono i loro pool con futures (ETF), opzioni e prodotti valutari over-the-counter (OTC). I CTA vogliono investire in titoli molto liquidi, che consentano loro di sfruttare la leva finanziaria per migliorare i loro rendimenti. Gli strumenti valutari danno il vantaggio di utilizzare la leva finanziaria fino a 100 volte (Citibank 2011<sup>70</sup>).

Un altro importante strumento di liquidità a disposizione dei CTA sono gli e-mini. Nati nel 1983, gli e-mini sono contratti futures che hanno l'S&P 500 o il NASDAQ 100 come indici sottostanti e sono ridimensionati (cioè moltiplicatori di indici inferiori) per essere più accessibili agli investitori di capitale modesto. Questi, infatti, necessitano di un esborso di capitale iniziale molto più basso rispetto a quelli standard e presentano un livello di stop loss che prevengono la possibilità di perdite elevate.

Gli investitori utilizzano contratti future per scopi di copertura e speculativo. Gli hedgers sono generalmente coloro che hanno un interesse nell'attività sottostante e vogliono coprire il rischio di prezzo, mentre gli speculatori sono in genere investitori che

---

<sup>70</sup> Citibank. 2011. Moving into the Mainstream: Liquid CTA/ Macro Strategies and Their Role in Providing Portfolio Diversification. New York: Citigroup. Disponibile al sito [https:// www.efficient.com/ pdfs/ Moving\\_Into\\_the\\_Mainstream\\_Liquid\\_CTA\\_Strategies\\_and\\_Their\\_Role\\_in\\_Providing\\_Portfolio\\_Diversificati on.pdf](https://www.efficient.com/pdfs/Moving_Into_the_Mainstream_Liquid_CTA_Strategies_and_Their_Role_in_Providing_Portfolio_Diversification.pdf).

realizzano profitti predicendo le mosse del mercato. In media, gli speculatori sono meglio posizionati per beneficiare delle tendenze, e gli hedger tendono a tenere le loro posizioni in contrasto con la tendenza (Moskowitz, Ooi e Pedersen 2011<sup>71</sup>). In poche parole, gli speculatori tendono a trarre profitto a scapito degli hedger.

### *Trend following strategies and long straddles strategies*

L'investimento in contratti future è tipicamente molto liquido e quindi è adatto ad una strategia di trend-following (Shapiro e Thomas 2009<sup>72</sup>). I follower di tendenza si concentrano sui movimenti dei prezzi e entrano in determinate posizioni una volta che una tendenza è stata stabilita, sia positiva che negativa. Di conseguenza, la maggior parte dei CTA impiegano uno stile trend-following, che ha ripetutamente generato rendimenti costanti a lungo termine (Kamunya 2016<sup>73</sup>). Il trend-following ha anche servito bene in periodi molto volatili.

Una semplice strategia di trend-following è quella di time-series momentum, che afferma che i titoli che sovraperformano i loro omologhi su un orizzonte da 3 a 12 mesi continueranno a sovraperformare nel mese successivo (Moskowitz et al. 2011<sup>74</sup>). Quindi, l'eccesso di rendimento passato di 12 mesi di un titolo è un predittore positivo del suo rendimento in futuro. Tale strategia suggerisce agli investitori di andare lungo quando un mercato sperimenta rendimenti positivi su un particolare orizzonte temporale, e di andare corto quando il mercato mostra rendimenti negativi su un particolare orizzonte temporale.

Il profilo di pagamento di trend-following assomiglia in genere a quello di un long straddle. Un long straddle è una strategia in cui un investitore acquista sia un'opzione call che un'opzione put sullo stesso titolo sottostante e con lo stesso strike price e la stessa data di scadenza (Fung e Hsieh 2001<sup>75</sup>). La strategia si basa su grandi movimenti in entrambe le direzioni per generare profitto e generalmente subisce perdite se i movimenti dei prezzi del

---

<sup>71</sup> Moskowitz, Tobias, Yao Hua Ooi, and Lasse Heje Pedersen. 2011. "Time Series Momentum." *Journal of Financial Economics* 104: 2, 228– 250.

<sup>72</sup> Shapiro, Rob, and Ric Thomas. 2009. "A Closer Look at the Benefits of Systematic Managed Futures." State Street Global Advisors. Disponibile al sito <http://www.eclipsecap.com/tinymce/filemanager/files/CloserLook.pdf>.

<sup>73</sup> Kamunya, Alex. 2016. "Demystifying Systematic Macro Hedge Fund Strategies." NEPC. Disponibile al sito [http://www.nepc.com/writable/research\\_articles/file/2014\\_10\\_nepc\\_demystifying\\_systematic\\_macro\\_hedge\\_fund\\_strategies.pdf](http://www.nepc.com/writable/research_articles/file/2014_10_nepc_demystifying_systematic_macro_hedge_fund_strategies.pdf).

<sup>74</sup> Moskowitz, Tobias, Yao Hua Ooi, and Lasse Heje Pedersen. 2011. "Time Series Momentum." *Journal of Financial Economics* 104: 2, 228– 250.

<sup>75</sup> Fung, William, and David A. Hsieh. 2001. "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers." *Review of Financial Studies* 14: 2, 313– 341.

titolo sono piccoli. Le azioni tendono a fare mosse forti quando il titolo o l'indice è più volatile. Tuttavia, una maggiore volatilità spesso rende più costosa una posizione long straddle. Tale strategia offre il potenziale per profitti illimitati e rischio limitato di perdita se il prezzo sottostante scende a zero.

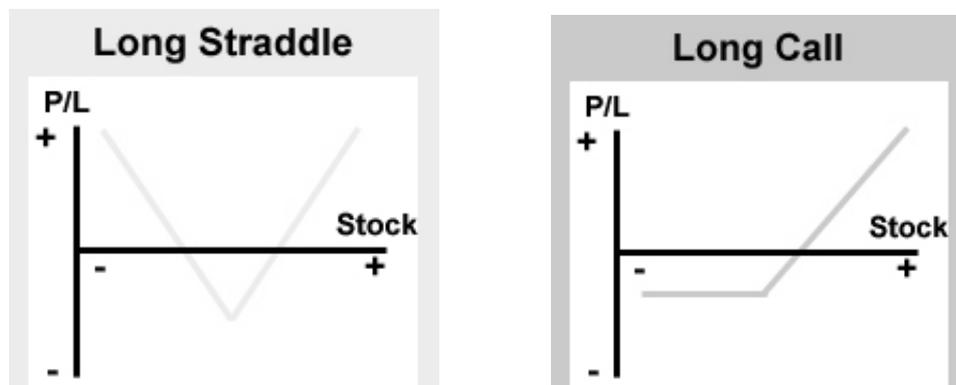
Il profitto della strategia long straddles può essere ottenuto quando il prezzo dell'azione sottostante è maggiore dello strike price dell'opzione long call più il premio netto pagato o quando il prezzo dell'azione sottostante è inferiore allo strike dell'opzione long put meno il premio netto pagato.

La perdita massima in una strategia a long straddles è in genere il premio netto pagato più eventuali commissioni pagate. Essa si verifica quando il prezzo delle azioni è esattamente uguale allo strike price delle opzioni alla data di scadenza, rendendo le opzioni inutili. In questa situazione, la perdita sarebbe il costo sostenuto per acquistare le opzioni.

Gli hedge fund utilizzano diverse varianti del long straddle. Uno strip è una tipologia di long straddles con un bias ribassista dove le opzioni put acquistate sono il doppio del numero delle call dello stesso titolo sottostante. Il profitto può essere realizzato se il prezzo delle azioni sottostante fa grandi oscillazioni verso l'alto o verso il basso, ma si verificano maggiori guadagni se la mossa è verso il basso. La perdita massima si verifica quando il prezzo delle azioni corrisponde allo strike price, rendendo l'opzione inutile. Pertanto, la perdita subita dall'hedge fund sarebbe solo il costo sostenuto per avviare l'operazione.

Di seguito sono riportati alcuni esempi di grafici sui rischi delle opzioni.

**Figura 11 Rischi delle Opzioni**



Fonte: *Optiontradingpedia.com*

Allo stesso modo, uno strap è un long straddles con bias rialzista che comporta l'acquisto di put at-the-money e il doppio delle call per il titolo sottostante. Il profitto di uno strap è raggiungibile in entrambe le direzioni con grandi oscillazioni di prezzo e il guadagno sarà maggiore quando il prezzo farà un forte movimento a rialzo. Proprio come le altre varianti di straddles, la perdita massima sarà solo il costo sostenuto per avviare il commercio perché l'hedge fund lascerebbe scadere inutilmente l'opzione se il prezzo alla scadenza è uguale allo strike price.

### *Trading volatility and Iron condor strategies*

Dato che gli hedge fund possono generare rendimenti positivi quando si verifica una sostanziale volatilità nei mercati finanziari, è importante precisare che il trading durante i periodi di volatilità presenta sia opportunità che rischi per gli investitori. Durante i periodi di stress finanziario, i gestori di hedge fund tendono ad acquistare molti S& P500 puts. Questa è una strategia di copertura popolare utilizzata per proteggere dai movimenti dei prezzi verso il basso.

Il CBOE Volatility Index, noto anche come VIX, è un indice che determina un livello di volatilità implicita. L'indice è una misura dell'aspettativa di volatilità del mercato per i prossimi 30 giorni. La volatilità implicita viene utilizzata per calcolare il prezzo di un'opzione. Una minore volatilità implicita significa che un'opzione costa meno, e al contrario una maggiore volatilità implicita equivale a un'opzione più costosa. Anche se il VIX in sé non è direttamente negoziabile, gli investitori possono investire in futures VIX, permettendo loro di acquistare calls VIX se pensano che la volatilità aumenterà o puts VIX se pensano che la volatilità diminuirà.

### *Iron condor*

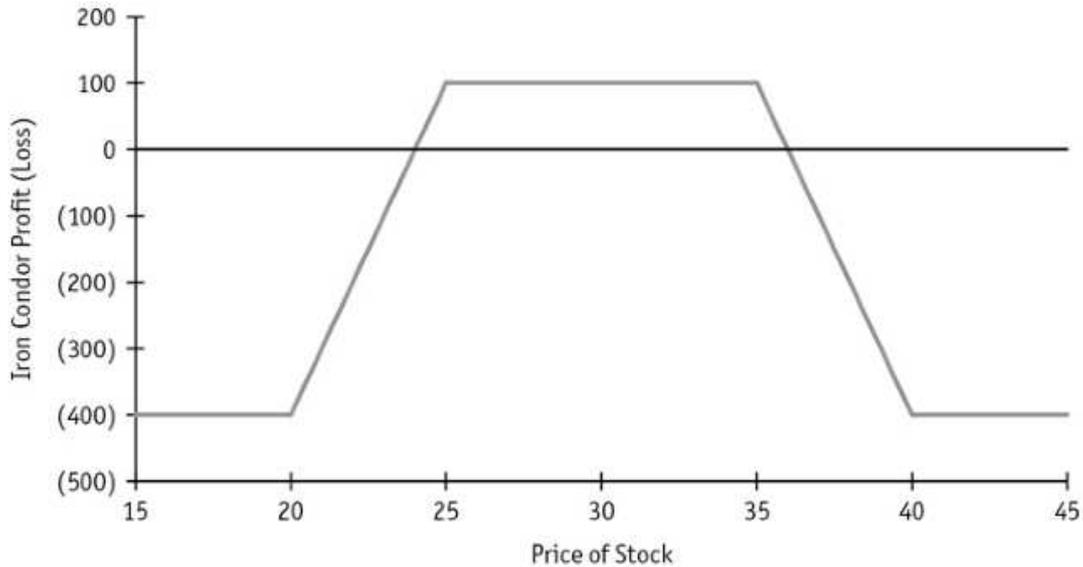
Una strategia comune utilizzata dai gestori è l'iron condor (Options Industry Council 2012<sup>76</sup>). Un iron condor è quindi la combinazione di quattro opzioni, due put e due call, una comprata e una venduta di ogni tipo; ad esempio, long put 20, short put 25, short call 35, long call 40 su indice FTSE Mib.

---

<sup>76</sup> Options Industry Council. 2012. "Trading Volatility as an Asset Class." Disponibile al sito [http://www.optionseducation.org/documents/literature/files/Hedge\\_Fund\\_Journal\\_article\\_2.pdf](http://www.optionseducation.org/documents/literature/files/Hedge_Fund_Journal_article_2.pdf).

Il payoff generico a scadenza è alla figura seguente.

**Figura 12**



Il profitto massimo si concentra nella parte centrale della strategia; fuori da questo intervallo si va rapidamente in zona negativa fino a picchi massimi di perdita nelle code. Il meccanismo di questa strategia si può riassumere nella frase “vendere la pancia e comprare le ali”, dove la pancia corrisponde alla parte centrale e le ali sono i due estremi. L’idea nasce dall’osservazione del comportamento tipico dei mercati, che tendono a muoversi entro limiti ristretti e appaiono stazionari per la maggior parte del tempo. In sostanza, l’iron condor fa affidamento sulla probabilità che, alla scadenza, il sottostante si trovi in un qualunque punto centrale della strategia, dove si concentra il massimo profitto, e non in una delle due zone negative delle code. In queste ultime la perdita è considerevole (ecco il perché dell’acquisto).

Il profitto atteso nella pancia è molto minore della perdita attesa delle ali. Ciò si verifica per diverse ragioni. Per esempio, al fine di avere alte probabilità di successo è necessario distanziare molto gli strike venduti rispetto al valore iniziale del sottostante. Questo costringe a comprare opzioni di copertura, che portano il payoff a formare le ali orizzontali del condor, su strike molto distanti. Guadagnando spesso ma poco e perdendo di rado ma tanto, il saldo complessivo risulta lontano dalle aspettative iniziali.

### 3.2 Event Driven

Gli hedge fund guidati dagli eventi seguono un'ampia serie di strategie di investimento, che generalmente cercano di sfruttare le inefficienze dei prezzi causate da eventi aziendali specifici. Il termine "event" è vagamente definito e può includere fusioni e acquisizioni (M&As), spin-off e cessioni di attività, modifiche normative e contenziose, ristrutturazioni, ricapitalizzazioni, fallimenti, riacquisti di azioni, transizioni di leadership e, più in generale, qualsiasi situazione in cui il mix di attività di una società viene sostanzialmente modificato. Per alcuni manager, gli eventi possono includere anche utili non previsti e annunci di distribuzione di dividendi, un'estensione questa che li rende molto vicini ai tradizionali attori azionari long/short. Questi ultimi tendono ad essere chiamati soft events, mentre i primi sono chiamati hard events.

La loro attività è generalmente suddivisa in quattro sottostrategie:

1. **Risk/Merger arbitrage**, che si concentra sull'approfittare delle discrepanze di prezzo relative a due società che sono in trattativa per fondersi.
2. **Distressed securities**, dove si investe in titoli di società in situazioni di difficoltà finanziarie, in corso di fallimento o ristrutturazione.
3. **Special situations**, che raggruppano le scommesse su qualsiasi evento societario non-merger (noto anche come "catalizzatore") che potrebbe influenzare direttamente i titoli emessi da una società specifica.
4. **Activism**, che consiste nell'influenzare il management o il consiglio di amministrazione di una società per ottenere determinati comportamenti (ad esempio, il pagamento di dividendi o un cambio di gestione) che possano determinare un aumento del prezzo delle azioni.

Di seguito verranno discusse tutte e quattro le strategie, ma con una particolare enfasi sul risk arbitrage e sui distressed securities perché spesso rappresentano l'attività principale degli hedge fund con strategie event driven.

### *3.2.1 Risk/Merger Arbitrage*

Il risk arbitrage è una delle più storiche sottostrategie event driven. Consiste essenzialmente nello scommettere sul successo o sul fallimento di una M&A.

In una tipica operazione di acquisizione, la società acquirente offre un premio per le azioni della società target al fine di ottenere l'approvazione dell'obiettivo da parte degli azionisti e del consiglio di amministrazione. Una volta che l'offerta è resa pubblica, il prezzo delle azioni della società di destinazione di solito aumenta, ma tali titoli vengono ancora commerciati a sconto rispetto al prezzo offerto. Questo sconto è chiamato spread di arbitraggio.

Lo spread esiste per almeno due motivi. In primo luogo, lo spread di arbitraggio riflette il valore temporale del denaro, in quanto il completamento della transazione richiede in genere del tempo. In secondo luogo, lo spread manifesta l'incertezza circa i termini finali e l'esito dell'operazione. In definitiva, lo spread dell'arbitraggio andrà a zero se l'acquisizione avrà successo, o generalmente si allargherà sostanzialmente se fallisce. Gli arbitraggisti di fusione sono specialisti nella valutazione della probabilità di un'acquisizione, confrontano le loro aspettative con quelle quotate dal mercato attraverso lo spread di arbitraggio e prendendo posizioni di conseguenza.

#### *Strategia base*

I termini dell'offerta di acquisto determinano direttamente il tipo di posizioni assunte dagli arbitraggisti delle fusioni. Quando l'acquisizione viene eseguita interamente come transazione in contanti, lo spread di arbitraggio è la differenza tra il prezzo offerto (fisso) e il prezzo delle azioni target (variabile). Lo spread è negativo quando il prezzo effettivo risulta superiore a quello dell'offerta, ad esempio, per effetto di una probabile entrata in campo di altri offerenti. Di solito, però, lo spread è positivo e rappresenta il compenso che il gestore dell'hedge fund percepisce per il periodo che intercorre tra l'annuncio e il perfezionamento della fusione e per il rischio che si assume se tale fusione non andasse a buon fine. Il successo di questa strategia dipende quindi dal completamento delle operazioni di fusioni e acquisizioni. Per cui maggiore è il rischio che una transazione fallisca e maggiore è l'ampiezza dello spread.

Quando l'acquisizione viene eseguita tramite una transazione stock-for-stock, lo spread di arbitraggio è la differenza tra il prezzo delle azioni dell'acquirente (variabile) e il

prezzo delle azioni target (variabile), con le rettifiche appropriate in termini di numero di azioni da scambiare.

A seguito dell'annuncio di un'acquisizione a quota fissa, il prezzo delle azioni della società target diventa una funzione del prezzo delle azioni della società acquirente. Come nel caso degli accordi in contanti, il prezzo di negoziazione della società target prevede, in genere, uno sconto rispetto alla quota dell'accordo dovuto a possibili ostacoli all'offerta. È possibile che lo spread venga influenzato da eventuali differenze tra i dividendi ricevuti e quelli dovuti oltre la durata prevista dell'accordo, ma anche dalle difficoltà derivanti dal prestito delle azioni dell'acquirente.

Vi sono anche fusioni in parte in contanti e in parte in azioni che richiedono la votazione dei titolari della società target. Tali accordi possono rendere la relazione esistente tra il prezzo delle azioni della società acquirente e quello delle azioni della società target più complessa rispetto agli accordi di acquisizione standard "in contanti" e "a quota fissa". Inoltre, richiedono strategie di trading estremamente specifiche e complesse. In assenza di trading, il rialzo per una posizione di arbitraggio di fusione è uguale allo spread di arbitraggio. Tuttavia, se l'affare fallisce, il rovescio della medaglia può essere sostanziale e spesso raggiunge multipli del profitto previsto.

Pertanto, la preoccupazione principale per gli arbitraggisti delle fusioni è il rischio di "deal break", che ha una varietà di potenziali fonti:

- **Resistenza:** gli azionisti target o di acquisizione, il consiglio di amministrazione o il team di gestione potrebbero rifiutare le acquisizioni (ostile rispetto all'acquisizione amichevole).
- **Opposizione regolamentare o giuridica:** le autorità garanti della concorrenza, gli organismi industriali o persino i governi possono rifiutare l'acquisizione.
- **Variazione delle condizioni di mercato o finanziamento:** l'acquirente non può più finanziare l'operazione a causa di un inasprimento delle condizioni di prestito.
- **Eventi principali:** scarsi risultati trimestrali, cambiamenti normativi o due diligence che rivelano problemi presso la società di destinazione possono tutti influenzare la valutazione.

Occasionalmente, gli arbitraggisti di fusione possono anche optare per una strategia di arbitraggio inverso (cioè, scommettere che un'offerta di acquisto non avrà successo). Questa tecnica in genere comporta essere short sul target e long sull'acquirente.

### 3.2.2 *Distressed Securities*

La strategia distressed securities si concentra principalmente sull'acquisto di titoli di debito di emittenti che stanno incontrando difficoltà finanziarie o sono in fase di riorganizzazione o liquidazione. L'opportunità dell'evento è il possibile fallimento dell'emittente.

#### *Strategia di base*

I titoli di aziende in difficoltà sono spesso illiquidi a causa della vendita forzata da parte degli investitori, della bassa copertura da parte degli analisti o di un alto grado di avversione al rischio da parte del mercato. Tuttavia, il loro valore fondamentale implicito è spesso superiore al loro prezzo di mercato prevalente. I distressed securities hedge fund dovrebbero disporre di team appropriati per valutare il valore di un titolo in difficoltà e la sua probabile evoluzione attraverso il processo di fallimento. Essi, inoltre, hanno un orizzonte di investimento a lungo termine e non sono soggetti a vincoli normativi, requisiti di liquidità o valutazioni minime degli investimenti nei loro portafogli. Gli hedge fund possono quindi intervenire e acquistare titoli in difficoltà dai venditori forzati. Per realizzare il valore incorporato nei titoli in difficoltà, essi dovranno liquidare il debitore o riabilitarlo ristrutturando il bilancio attraverso la vendita di attività, la riduzione delle passività o entrambe.

Gli approcci di investimento in titoli in difficoltà possono essere generalmente classificati in tre categorie:

- L'investimento passivo comporta l'acquisto di titoli di debito da un emittente in difficoltà in previsione della rivendita a un prezzo più elevato in un periodo di tempo relativamente breve, il più delle volte a un altro hedge fund. I fondi che seguono questa strategia commerciano titoli in difficoltà senza avere alcuna influenza diretta sul processo di fallimento.
- Le strategie attive o di non controllo mirano ad accumulare posizioni sostanziali del debito in società che potrebbero passare attraverso o sono già in un processo di ristrutturazione fallimentare. I fondi che seguono questa strategia mirano ad

acquisire una posizione di influenza nel processo di ristrutturazione e rifinanziamento, ad esempio agendo direttamente o indirettamente come membro del comitato dei creditori. Tuttavia, di solito rimangono sul lato del debito e non vogliono prendere il controllo della loro società di destinazione.

- Le strategie attive e di controllo mirano a costruire una posizione di controllo in un procedimento fallimentare, da soli o come parte di un sindacato. I fondi che seguono questa strategia vogliono avere un impatto diretto sulla gestione del debitore, di solito possedendo una grande quantità del patrimonio netto post-ristrutturato.

Un punto importante da tenere a mente è che i gestori di hedge fund active distressed ricevono informazioni privilegiate sull'azienda. Pertanto, sono limitati per quanto riguarda il trading e non possono vendere le loro posizioni fino al completamento del processo di fallimento. Di conseguenza, questi hedge fund spesso bloccano i loro investitori per diversi anni, in modo che possano investire in modo sicuro senza rischi di dover affrontare i rimborsi nel bel mezzo di una ristrutturazione.

### 3.2.3 *Special situation*

I gestori che utilizzano tale strategia cercano di predire fluttuazioni dei prezzi delle società osservando eventi aziendali straordinari o speciali, ad eccezione delle fusioni o delle offerte di acquisto che rientrano nella categoria risk arbitrage.

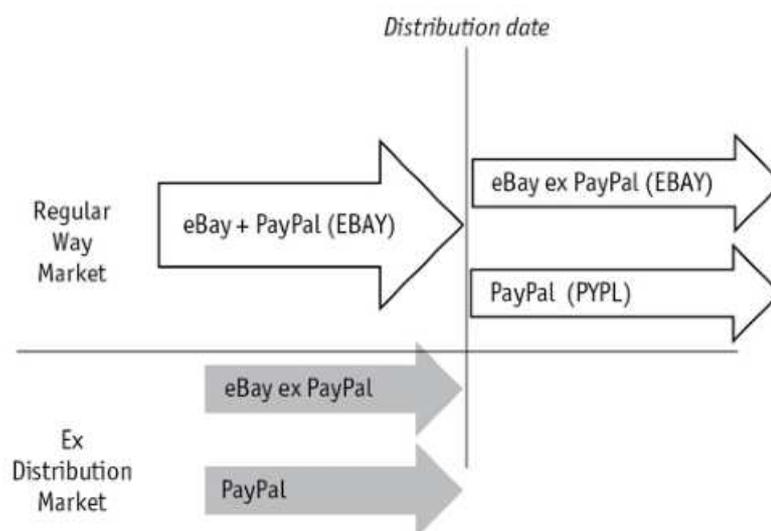
Un esempio di una situazione speciale è uno spin-off. Quando una società propone di scorporare una parte delle sue attività o delle sue operazioni, il valore dei suoi titoli alla data o dopo la data dello spin-off può essere superiore al prezzo di mercato al quale i titoli sono negoziati all'annuncio dello spin-off proposto. Sulla base di un'analisi tecnica, gli hedge fund che adottano strategia event driven valutano lo spin-off proposto e prendono posizione di conseguenza.

Consideriamo, per esempio, lo spin-off eBay-PayPal. Nell'ottobre 2002, eBay ha acquisito la piattaforma di pagamento globale PayPal per 1,5 miliardi di dollari. Anche se alcuni inizialmente hanno criticato l'acquisizione, PayPal si è rivelato essere un generatore di entrate chiave per eBay al punto che molti investitori detenevano azioni eBay principalmente per la loro esposizione a PayPal. Nel 2015, eBay ha annunciato la sua intenzione di spin-off PayPal nel secondo o terzo trimestre. Questo annuncio è stata una

grande notizia per PayPal perché le avrebbe permesso di esplorare nuovi mercati e nuovi flussi di entrate, compresi quelli di lavorare con altre piattaforme di e-commerce che non poteva esplorare sotto la gestione di eBay. Diversi hedge fund event-driven volevano andare long su PayPal e short su eBay. In teoria, una tale transazione non sembrava fattibile perché questi fondi dovevano avere una posizione long su eBay per ricevere le loro azioni PayPal.

L'immagine seguente offre una chiara rappresentazione delle dinamiche per l'acquisto di tali azioni. Il primo era un mercato "regolare", in cui le azioni eBay negoziate fornivano il diritto di ricevere azioni ordinarie PayPal distribuite ai fini della separazione. Il secondo era un mercato "ex-distribuzione", in cui le azioni eBay negoziate non avevano il diritto di ricevere azioni ordinarie PayPal. Dopo la distribuzione, l'ex mercato della distribuzione si ferma.

**Figura 13 spin-off eBay-PayPal**



A metà 2015 è avvenuta la scorporazione e la quotazione in borsa di PayPal. All'epoca alcuni importanti azionisti, in particolare Carl Icahn, avevano spinto per questa scissione e da attivista convinto ha tratto profitto dall'operazione e ha convertito tutte le sue azioni in Paypal dopo lo spin-off.

### 3.2.4 *Activist Shareholders*

Un azionista attivista usa la propria quota azionaria in una azienda per fare pubblicamente pressione sul management. Una quota piccola delle azioni (meno del 10%) può essere sufficiente a lanciare una campagna di successo. A partire dagli anni 2000 gli hedge fund hanno iniziato a diventare investitori attivisti e a fare campagne per massimizzare il valore per gli azionisti. Gli obiettivi perseguiti dagli hedge fund attivisti variano caso per caso. Esempi comuni includono la restituzione del capitale agli azionisti attraverso riacquisti di azioni, modifiche alla politica di distribuzione dei dividendi, vendita o "spinning off" di una divisione, la modifica della strategia aziendale, il miglioramento delle prestazioni di gestione (ad esempio, sostituendo il CEO), la riduzione dei costi, l'assunzione di una fusione o vendita della società e la modifica della governance.

Il processo seguito dagli hedge fund attivisti è abbastanza standard e può essere visto come una serie di passi sempre più conflittuali.

1. L'hedge fund acquisisce azioni della società target in modo da avere un maggiore potere al suo interno.
2. L'hedge fund comunica con il consiglio di amministrazione o con il team di gestione, senza scontro, cercando di adottare una serie di misure per aumentare un prezzo delle azioni considerate stagnanti.
3. L'hedge fund spinge la società di destinazione a nominare nel proprio consiglio alcune persone di sua scelta.
4. L'hedge fund critica pubblicamente e aggressivamente la società target.
5. L'hedge fund rilascia e trasmette ampiamente un "white paper" o una lunga lettera critica nei confronti del management e del consiglio di amministrazione della società target e delinea le azioni correttive che, a suo avviso, andrebbero a beneficio degli azionisti.
6. L'hedge fund utilizza sofisticate relazioni pubbliche, social media e campagne mediatiche tradizionali per far avanzare le sue argomentazioni.
7. L'hedge fund avvia un dialogo con gli azionisti istituzionali della società target, altri hedge fund, fondi comuni di investimento, analisti lato vendita, consulenti proxy e la stampa, per raccogliere il loro sostegno.

8. L'hedge fund avvia una battaglia per procura per ottenere l'approvazione del suo piano o per ottenere la rappresentanza del consiglio di amministrazione in una riunione annuale o speciale o, in situazioni più estreme, per istituire una gestione o un consiglio di amministrazione più conforme.
9. L'hedge fund assume investigatori privati per stabilire controlli su amministratori, dirigenti e dipendenti, conduce una due diligence aggressiva e opera per ottenere i record e i materiali del consiglio di amministrazione e bloccare le transazioni.
10. L'hedge fund fa un'offerta di acquisizione non richiesta o ostile.

Dionysia Katalouzu (2013) ha definito gli hedge fund attivisti come istituzioni orientate esclusivamente al breve periodo, aggressive nel loro approccio e desiderose di assumere il controllo delle società a cui mirano. I profitti per gli hedge fund derivano spesso da operazioni che mirano ad un incremento di valore del titolo societario della società target nel breve periodo, a scapito della salute dell'impresa in un orizzonte più lungo. Tuttavia, solo nel 27,9% dei casi (Klein e Zur 2008<sup>77</sup>) le strategie prevedono minacce di proxy fights o takeover bids. Nei restanti casi le operazioni si limitano a dichiarazioni pubbliche rilasciate dai fondi che sottolineino la mala gestione dell'attuale organo direttivo proponendo cambiamenti nella gestione e nella pianificazione delle attività.

Si può concludere quindi che questa strategia attivista, sebbene comporti degli importanti rischi per le imprese target, sia nel complesso un fenomeno che ha portato a creazione di ricchezza e dunque positivo, specialmente per quelle imprese con una proprietà fortemente diffusa che più risentono di un atteggiamento eccessivamente passivo degli investitori.

### **3.3 Market Neutral- Relative Value Hedge Fund Strategies**

Il trading di valore relativo o di market neutral è una strategia di investimento in cui i gestori di fondi tentano di identificare e sfruttare le discrepanze di prezzo tra i titoli uguali o correlati utilizzando posizioni lunghe e corte. I tipi di titoli includono azioni e debito, nonché derivati come opzioni e swap. L'ampia strategia è quella di prendere una posizione

---

<sup>77</sup> Klein, April, and Emanuel Zur. 2006. "Hedge Fund Activism." NYU Working Paper No. CLB-06-017. Disponibile al sito <http://ssrn.com/abstract=1291605>.

lunga nel titolo sottovalutato e vendere allo scoperto il titolo sopravvalutato. Il commercio diventa redditizio se i prezzi di entrambi i titoli convergono verso un valore fondamentale.

Le strategie di valore relativo sono comunemente chiamate strategie di arbitraggio, anche se tale riferimento è un termine improprio. Per definizione, il vero arbitraggio richiede due attività con flussi di cassa e profili di rischio identici che operano a prezzi diversi sul mercato. Un'opportunità di arbitraggio consente a un investitore di guadagnare un profitto senza rischio. In altre parole, una pura opportunità di arbitraggio produce un profitto superiore al tasso privo di rischio senza assumere rischi associati. Le vere opportunità di arbitraggio si verificano raramente perché gli operatori di mercato non consentirebbero che una differenza di prezzo persista per un certo periodo di tempo. Nel caso di una vera opportunità di arbitraggio, le forze di mercato avrebbero immediatamente identificato e sfruttato l'opportunità, facendo sì che i prezzi tornassero ai loro valori intrinseci.

Le strategie di valore relativo si basano sull'idea di arbitraggio, ma le operazioni intraprese non sono completamente prive di rischio. I fondi che impiegano strategie di valore relativo costruiscono portafogli neutrali dal mercato, eliminando i rischi sistematici per produrre rendimenti più elevati che non sono correlati al mercato. I portafogli neutri dal mercato consistono in combinazioni di posizioni lunghe e corte che alla fine producono un beta vicino o uguale a zero. Un portafoglio neutrale limita i rischi perché una parte dello stesso è sempre in grado di generare rendimenti positivi in un mercato rialzista o ribassista.

Le strategie a valore relativo generano profitti relativamente piccoli rispetto ad altre strategie di investimento come una strategia macro globale. Per attirare gli investitori, i fondi a valore relativo possono impiegare la leva finanziaria per raggiungere gli obiettivi di rendimento. Ma, proprio come aumenta il potenziale rialzo, aumenta anche il potenziale rischio di ribasso. I rischi al ribasso associati all'uso sostanziale della leva finanziaria minano ulteriormente l'idea dell'arbitraggio.

Di seguito vengono esaminate varie sottostrategie che rientrano nella strategia di valore relativo e illustrate in dettaglio le strategie di arbitraggio convertibili, inclusi diversi approcci di trading e rischi associati. Successivamente si esaminano le strategie di investimento incentrate sull'arbitraggio del debito ed infine la strategia di Equity Market Neutral.

La strategia relative value o market neutral si può suddividere nelle seguenti substrategie:

1. Convertible Arbitrage
2. Fixed Income Arbitrage
3. Equity Market-Neutral

Le caratteristiche che differenziano le sottostrategie l'una dall'altra sono i tipi di titoli negoziati.

### *3.3.1 Convertible Arbitrage*

L'arbitraggio convertibile è una strategia di valore relativo che cerca di trarre profitto dalle inefficienze di determinazione dei prezzi nel mercato obbligazionario convertibile. Come altre strategie di valore relativo, l'arbitraggio convertibile consiste nell'acquisto (andando lungo) di un titolo sottovalutato e nella vendita (a breve) di un titolo sopravvalutato. In caso di arbitraggio convertibile, una strategia comune è quella di acquistare un'obbligazione convertibile sottovalutata e vendere allo scoperto delle azioni correlate. Le opzioni equity call incorporate nei convertible bonds sono spesso sottovalutate dagli investitori che operano esclusivamente nel mercato delle obbligazioni convertibili, specialmente al momento dell'emissione.

Tre strategie di spicco nell'ambito dell'arbitraggio convertibile includono cash and carry, volatilità e credit trading (Alternative Investment Management Association 2006a<sup>78</sup>).

#### *3.3.1.1 Cash and Carry*

L'arbitraggio convertibile cash-and-carry comporta l'acquisto di un'obbligazione convertibile, la vendita delle azioni sottostanti e l'utilizzo della leva finanziaria per migliorare i rendimenti. Il rapporto tra il numero delle azioni vendute allo scoperto e il numero di azioni emesse al momento della conversione dell'obbligazione è chiamato hedge ratio. Il tasso di copertura, noto anche come delta, è in genere calcolato in base alla

---

<sup>78</sup> Alternative Investment Management Association. 2006a. "Convertible Arbitrage Strategy." Disponibile al sito [http://www.aima.org/filemanager/root/site\\_assets/canada/publications/strategy\\_paper\\_convertible\\_arbitrage\\_english\\_.pdf](http://www.aima.org/filemanager/root/site_assets/canada/publications/strategy_paper_convertible_arbitrage_english_.pdf).

sensibilità del prezzo dell'obbligazione convertibile alle fluttuazioni dei prezzi delle azioni sottostanti. Il gestore del fondo sceglie l'hedge ratio per creare una posizione neutra sul mercato (delta neutral). Ceteris paribus, se il prezzo delle azioni sottostanti scende leggermente, il valore dell'obbligazione diminuirà, ma il valore della posizione corta aumenterà. Tuttavia, grandi movimenti influenzeranno sostanzialmente il rapporto di copertura. L'investitore deve riequilibrare acquistando/vendendo azioni per ridurre la posizione corta quando i prezzi delle azioni scendono/aumentano. Un elevato hedge ratio beneficerà del calo dei prezzi delle azioni, in quanto la posizione corta guadagna valore e la caratteristica del debito dell'obbligazione convertibile crea un piano per il valore della posizione lunga.

Un beneficio incrementale potrebbe sorgere in un contesto di tassi d'interesse in aumento. Quando un investitore vende azioni allo scoperto, l'hedge fund detiene i proventi in contanti in un conto interessi chiamato interest rebate. Con i tassi d'interesse a breve termine in lento aumento, lo sconto sugli interessi può diventare un'importante fonte di rendimento marginale (Long 2012<sup>79</sup>).

Esempio: Cash and carry CB futures. Il prezzo futures scadenza 10 marzo è  $q=117.04$ ; un bund consegnabile con fattore 1.044342 quota 39 gg prima della scadenza, tel quel 123.25. Mi finanzia al 4.25% ottenendo tale cifra che uso per acquistare spot il titolo da vendere future.

A scadenza, dopo 39 gg, rimborso il prestito con gli interessi:

$$123.25 * (1 + 4.25\% * 39/365) = 123.8097$$

Il profitto d'arbitraggio, assumendo che il rateo del CB sia 1.68 diventa:

$$117.04 * 1.044342 + 1.68 - 123.8097 = +0.10$$

Quindi 0.10 euro per ogni 100 di nominale (1 per mille)

---

<sup>79</sup> Long, Christopher. 2012. "Convertible Bond Arbitrage (Unlevered): An Attractive All-Weather Strategy Which Seeks to Provide a Source of Alternative Income and Non-correlated Returns." Palmer Square Capital Management. Disponibile al sito [http://www.palmsquarecap.com/pdf/PS\\_Convertible-Bond-Arbitrage\\_081312.pdf](http://www.palmsquarecap.com/pdf/PS_Convertible-Bond-Arbitrage_081312.pdf).

### 3.3.1.2 Volatility Trading

La volatilità del trading nel contesto obbligazionario convertibile cerca di trarre profitto quando il prezzo dell'azione sottostante fluttua di valore. Riequilibrare l'hedge ratio (delta) in una posizione cash-and-carry può essere una strategia redditizia. Se il delta è la sensibilità del prezzo dell'obbligazione convertibile a una determinata variazione del prezzo del titolo sottostante, il gamma è la sensibilità del delta dell'obbligazione convertibile a una determinata variazione del prezzo delle azioni. Gamma è massimizzato (più sensibile) quando l'opzione call componente del bond è at-the-money. Il valore di gamma si avvicina allo zero quando le azioni sono scambiate ad un prezzo differente dal prezzo di conversione, sia al di sopra che al di sotto di quest'ultimo.

I trader tendono a utilizzare la strategia di trading di volatilità sulle obbligazioni convertibili con opzioni call at- o near-the-money. Riequilibrare l'hedge ratio significa acquistare più azioni man mano che il prezzo del titolo scende e vendere allo scoperto azioni man mano che il prezzo sale. La strategia performa in modo ottimale durante i periodi di elevata volatilità dei prezzi delle azioni (Agarwal, Fung, Loon, e Naik 2006<sup>80</sup>).

### 3.3.1.3 Credit Trading

Le strategie di trading creditizio cercano rendimenti in eccesso sulla base di un'analisi del rischio di credito dell'emittente di obbligazioni convertibili. Il rischio di credito rappresenta un elemento importante nella valutazione di un'obbligazione convertibile quando l'obbligazione diminuisce di valore e l'opzione call azionaria incorporata è deep-out-of-the-money.

Anche se il mercato per queste "busted convertibles" è molto meno liquido, un trader può beneficiare dei vantaggi. Se gli spread creditizi si allargano e i prezzi diminuiscono a causa di fattori macroeconomici, è possibile trovare obbligazioni convertibili sottovalutate in base alla reale qualità del credito dell'emittente. L'opzione equity call incorporata nell'obbligazione è essenzialmente inutile quando il suo valore è

---

<sup>80</sup> Agarwal, Vikas, William Fung, Yee Cheng Loon, and Narayan Naik. 2006. "Risk and Return in Convertible Arbitrage: Evidence from the Convertible Bond Market." *Journal of Empirical Finance* 18: 2, 175– 194.

deep-out-of-the-money. Pertanto, acquistando questo tipo di obbligazione, il trader riceve un investimento ad alto rendimento con un'opzione azionaria virtualmente gratuita.

#### *3.3.1.4 Rischi del Convertible Arbitrage*

Sebbene queste strategie cerchino una posizione neutrale al mercato, il gestore degli hedge fund deve tenere conto di vari rischi quali il rischio di credito, il rischio di liquidità, il rischio di tasso di interesse, il rischio di chiamata e il rischio di base. L'affidabilità creditizia di un emittente deve essere valutata correttamente, soprattutto nel mercato obbligazionario convertibile. Anche se la parte short stock di una posizione cash-and-carry è beneficiata da un evento di credito negativo e dal conseguente calo del prezzo delle azioni, il commerciante è ancora esposto a pagamenti di interessi mancanti o al ritorno del capitale sulla posizione lunga di prestito in caso di inadempimento dell'emittente. La liquidità può anche prosciugarsi dopo un evento di credito negativo. A seguito di un evento di credito negativo, un investitore che vuole uscire rapidamente dalla posizione obbligazionaria lunga può essere bloccato nella posizione o esacerbare ulteriormente la perdita.

Il rischio di tasso d'interesse influisce su qualsiasi investimento a reddito fisso, in particolare quelli che utilizzano la leva finanziaria. Se i tassi aumentano, i prezzi delle obbligazioni in generale diminuiranno in base alla loro durata (sensibilità ai tassi di interesse), anche se l'opzione azionaria fornisce un certo ammortizzatore quando l'opzione non è deep-out-of-the-money. I costi di finanziamento aumenteranno se i tassi saliranno, riducendo la redditività delle strategie che si basano sulla leva finanziaria per raggiungere gli obiettivi di rendimento. Inoltre, ci sono obbligazioni convertibili soggette a rischio di chiamata (callable bonds). Sono emissioni obbligazionarie che prevedono, per l'emittente, la possibilità di rimborsare anticipatamente il capitale ricevuto (la cosiddetta opzione di richiamabilità) a condizioni fissate nell'istante di emissione del titolo.

Il rischio di chiamata si verifica in due modi: (1) quando i tassi scendono e (2) quando un'obbligazione di opzione deep-in-the-money produce più del titolo sottostante. Titoli obbligazionari con opzione di richiamabilità vengono emessi generalmente a tassi superiori a quelli di mercato anche se la differenza è in realtà da ricondursi al valore dell'opzione di conversione. Quando i tassi di interesse scendono, gli emittenti sono più propensi a emettere nuovo debito a condizioni più favorevoli. L'altro lato del rischio di

chiamata diventa importante quando l'opzione call di una convertibile è deep-in-the-money, ma l'investitore sceglie di non esercitare l'opzione perché l'obbligazione produce rendimenti più elevati del sottostante. Supponendo che l'emittente sia razionale e capace, chiamerà l'obbligazione in anticipo, anche se alcuni emittenti evitano di richiamare il debito per evitare problemi con gli investitori (Agarwal et al. 2006<sup>81</sup>).

Infine, come la maggior parte delle altre strategie di investimento, l'arbitraggio convertibile è soggetto a rischi macroeconomici. Se l'economia generale si deteriora, abbassando i prezzi delle azioni e diventando gli spread di credito più ampi indipendentemente dal valore fondamentale, le valutazioni basate sul modello di un trader non saranno più corrette. Quindi, anche se gli hedge fund che utilizzano strategie di arbitraggio convertibili possono sforzarsi di essere neutrali dal mercato, i gestori di fondi devono gestire il rischio al ribasso.

### 3.3.2 *Fixed Income Arbitrage*

La strategia Fixed Income Arbitrage (arbitraggio sui titoli a reddito fisso), prevede l'assunzione da parte del gestore di posizioni lunghe e corte, di compensazione, per uno stesso ammontare, in titoli simili del reddito fisso, come Buoni del Tesoro, obbligazioni societarie, swap, titoli garantiti, debito di paesi dei mercati emergenti, i cui valori sono matematicamente o storicamente correlati, ma che presentano temporanei sfasamenti di prezzo. Gli arbitraggisti, cercano di proteggersi neutralizzando le fluttuazioni dei tassi d'interesse acquistando titoli a reddito fisso ad un prezzo favorevole, e contemporaneamente tramite la vendita allo scoperto di un pari importo di titoli sempre a reddito fisso, ma ad un prezzo più elevato.

La scelta di titoli altamente correlati ai tassi di interesse determina che un aumento dei tassi influirà negativamente sulla posizione lunga e positivamente su quella corta. Si realizzerà così un guadagno quando il rapporto tra i titoli rientra nel gap stimato dai managers. Per individuare le discrepanze tra prezzi, i gestori, oltre ad analizzare i flussi di cassa, i rating creditizi, le curve di rendimento e di volatilità, ipotizzano vari scenari e le loro probabilità di accadimento (ad esempio il diverso andamento dei tassi da quello

---

<sup>81</sup> Agarwal, Vikas, William Fung, Yee Cheng Loon, and Narayan Naik. 2006. "Risk and Return in Convertible Arbitrage: Evidence from the Convertible Bond Market." *Journal of Empirical Finance* 18: 2, 175– 194.

previsto dovuto alle decisioni prese dalle principali Banche Centrali o possibili crisi finanziarie internazionali).

La correlazione tra titoli simili è calcolata tramite la *duration* che misura la sensibilità del prezzo di una obbligazione alle oscillazioni dei tassi di interessi. Le obbligazioni con duration più lunghe saranno più sensibili ad una variazione dei tassi di interesse e quindi più pericolose. Per contenere il rischio si cercano di costruire portafogli che minimizzino o azzerino la duration complessiva delle due posizioni (long/short).

Un esempio tipico di spread molto usato dagli arbitraggisti è il *Treasury-to-Eurodollar*. Si supponga che il prezzo di un Treasury a 10 anni sia pari a 95,0, con un rendimento implicito del 5% e che i futures sull'Eurodollaro valgano 93,50, con un rendimento implicito del 6,30%. Lo spread tra le due obbligazioni è pari a:

$$95,70 - 93,50 = 1,2.$$

Lo spread è quindi quotato a 10 p.b.. Il manager, dopo una attenta analisi, prevede che questo spread si amplierà fino a 130 p.b. a causa di incertezze sui mercati finanziari. Acquisterà di conseguenza futures sul Treasury perchè si aspetta una performance superiore rispetto al mercato e venderà futures sull'Eurodollaro in quanto si aspetterà una performance inferiore rispetto al mercato.

Per cui tale operazione è così svolta:

- Acquisto 15 contratti futures sul Treasury a 95,70;
- Vendita 15 contratti futures sull'Eurodollar a 93,50;
- Spread reale 120 p.b.;
- Spread ipotizzato 130 p.b.;

Quindi, si ottiene un utile che deriva dai futures sull'Eurodollaro pari a:

$$15 \text{ p.b.} * \$25 \text{ per p.b.} * 15 \text{ contratti} = \$5625,$$

ed una perdita che deriva dai futures sul Treasury pari a:

$$5 \text{ p.b.} * \$25 \text{ per p.b.} * 15 \text{ contratti} = \$1875.$$

Si ottiene un utile netto pari a:

$$\$5625 - \$1875 = \$3750$$

Dato che sono fondi che operano su strumenti a reddito fisso, caratterizzati da bassa duration e rendimenti target moderati, il ricorso alla leva finanziaria, elemento necessario per avere una moltiplicazione dell'utili, è essenziale per raggiungere i rendimenti ipotizzati. L'utilizzo della leva, essendo un'arma a doppio taglio, deve essere bilanciata rispetto al livello di liquidità ed alle caratteristiche di rischio del portafoglio.

Altre strategie fixed income sono lo yield-curve arbitrage che consiste nel prendere posizioni lunghe e corte su punti diversi (scadenze) della yield curve, tipicamente una curva dei titoli del Tesoro. L'obiettivo è trarre profitto da modelli inusuali e/o da deformazioni future attese della yield curve. Si supponga, ad esempio, che un trader abbia ritenuto che il tasso Treasury a due anni sia superiore a quello che dovrebbe essere rispetto ai tassi di uno e cinque anni. In altre parole, l'obbligazione del Tesoro a due anni è sottovalutata dal mercato (il rendimento più elevato indica un prezzo più basso). Per trarre vantaggio dai prezzi errati, il trader dovrebbe andare lungo l'obbligazione a due anni e corto sulle obbligazioni di uno e cinque anni fino a quando la struttura non si allinea con le aspettative. Similmente ad altri trade di arbitraggio a reddito fisso, i rendimenti su queste operazioni sono piccoli e richiedono un'elevata leva per migliorare i rendimenti, e questo sottopone le operazioni a grandi perdite in uno scenario al ribasso.

Il mercato degli interest rate swap è uno dei più importanti mercati del reddito fisso per la gestione del rischio di tasso da parte degli hedge fund. In questo caso la curva da monitorare è chiamata swap curve e rappresenta il tasso fisso al quale le società possono entrare in un interest rate swap. Lo spread che ne consegue è determinato da variabili fondamentali economiche e finanziarie, ma anche da attività di arbitraggio dei convergence traders. Essi generano un'aspettativa sul livello fondamentale dello spread e fanno trading nel tentativo di trarre profitto da questa aspettativa. Per esempio, se lo swap spread è al di sopra del suo livello fondamentale stimato, il trader che si aspetta una discesa dello spread prenderà una posizione lunga sull'interest rate swap e una posizione corta compensante in un titolo del Tesoro. Se lo spread tra i tassi scende, con il tasso swap che diminuisce rispetto al Treasury rate, la posizione lunga swap cresce in valore rispetto alla posizione corta sul Treasury e il trader guadagna chiudendo la posizione. I profitti di tali trade sono spesso molto piccoli. Pertanto, i fondi devono utilizzare una leva molto elevata per generare rendimenti sostanziali.

La tabella illustra un esempio di arbitraggio. Un hedge fund entra in un IRS (interest rate swap) con un valore nozionale di 1.000 dollari come pagatore a tasso fisso, pagando il 6 per cento e ricevendo il LIBOR (1%). Il fondo prende in prestito 1.000 dollari al tasso di rimborso per acquistare un'obbligazione del Tesoro del 5,5% con la stessa scadenza dello swap (swap spread= Irs – tasso fisso del Tesoro = 50 punti base). In questo esempio si presuppone che il tasso repo sia (LIBOR – 70 punti base).

Leg	Pay	Receive
Swap	$\$1000 * 0,06 = \$60$	$\$1000 * 0,01 = \$10$
Treasury		$\$1000 * 0,055 = \$55$
Leverage	$\$1000 * (0,01 - 0,007) = \$3$	
Total	\$63	
Return	$\$1000 * (0,007 \text{ spread variabile} - 0,005 \text{ swap spread}) = \$2$	

Viceversa, se la differenza tra spread a tasso variabile e spread di swap è negativa, il trader entrerà nella posizione opposta.

### 3.3.3 Equity Market Neutral Funds

Il mercato azionario neutro è una strategia di valore relativo che cerca di catturare un rendimento positivo indipendentemente dalla direzione del mercato. Come accennato in precedenza, simile alla maggior parte delle strategie di valore relativo, l'equity market neutral consiste nell'acquisto di un titolo sottovalutato e nella vendita di un relativo titolo sopravvalutato. Una strategia neutrale dal mercato azionario tenta di eliminare l'esposizione al rischio di mercato complessivo con particolare attenzione alla capacità di stock-picking del gestore. Considerata la strategia degli hedge fund per eccellenza, se correttamente implementata, l'equity market neutral offre rendimenti assoluti (alfa puro) senza dover sopportare la sensibilità al mercato perché la versione beta della strategia sarebbe vicina allo zero. Questi fondi possono anche essere vantaggiosi per gli investitori con orizzonti di investimento a lungo termine o per gli investimenti con requisiti di bassa volatilità.

Un'esposizione netta aggiustata per il beta vicino allo zero è un obiettivo per ogni fondo neutrale. Nonostante ciò, il fondo neutrale può avere un'esposizione netta rettificata

per il beta molto vicina allo zero, ma la sua esposizione netta aggiustata per il beta in riferimento a industrie o aree geografiche potrebbe non essere pari a zero. Pertanto, può essere soggetto a rischi specifici come rischi di settore o rischi di paese. L'eliminazione di qualsiasi rischio di esposizione sistemica implica l'impossibilità del fondo di sovraperformare il mercato.

Durante i trend di crescita del mercato, i fondi azionari neutrali realizzano un profitto se le posizioni lunghe salgono più rapidamente del calo di valore delle posizioni corte in portafoglio. Al contrario, nelle fasi ribassiste del mercato, realizzano un profitto se le posizioni corte aumentano ad un ritmo più veloce rispetto al tasso al quale le posizioni lunghe diminuiscono.

Il Modello di Capital Asset Pricing (CAPM) svolge un ruolo importante quando si confrontano le strategie neutrali legate al mercato azionario. Il CAPM è un modello statistico matematico del mercato dei titoli che rappresenta un ipotetico stato di equilibrio e semplifica la realtà. Secondo questo modello, il rendimento atteso di un investimento specifico dipende da due parametri: (1) il rendimento atteso su un'attività priva di rischio e (2) il premio medio di rischio di mercato, che è la differenza tra i rendimenti di un investimento rischioso ( $R_m$ ) e uno privo di rischio ( $R_f$ ). La  $\alpha$  (alfa) e il  $\beta$  (beta) di un portafoglio sono i coefficienti della retta di regressione lineare ottenuti tracciando la performance storica del portafoglio ( $R_p$ ) rispetto alla performance del mercato di riferimento ( $R_m$ ).

Di seguito è riportata l'equazione del CAPM:

$$R_p = \alpha + \beta(R_m - R_f)$$

Alpha misura il rendimento che non è spiegato dal ritorno del mercato o dall'abilità di stock-picking o di market-timing del gestore. L'obiettivo del manager nel seguire una strategia neutra dal mercato è quello di massimizzare sia gli alfa lunghi che quelli corti, gestendoli in modo integrato e non separato, come un intero portafoglio.

Una nozione comune è che l'obiettivo di una strategia neutra dal punto di vista del mercato azionario è quello di cercare una  $\alpha$  (alfa) positiva e di creare un portafoglio con un  $\beta$  (beta) vicino allo zero, in modo che i rendimenti generati non siano correlati al mercato. Tuttavia, questo è falso perché una beta vicina allo zero non garantisce una correlazione di mercato zero.

Come mostra la seguente equazione, la correlazione tra i rendimenti del portafoglio e i rendimenti di mercato può essere formalizzata come segue:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_P, R_M)}{\text{var}(R_M)} = \rho_{p,m} \cdot \frac{\sigma_P}{\sigma_M}$$

dove  $\sigma_P/\sigma_M$  è un fattore di scala dato dal rapporto tra deviazione standard del portafoglio e deviazione standard di mercato.

Quindi il beta è uguale alla correlazione di mercato del portafoglio moltiplicato per il rapporto tra rischio di portafoglio e rischio di mercato. Il fattore di scala spiega come un basso beta possa esistere nonostante con un'elevata correlazione di mercato. Il legame tra la correlazione del fondo con il mercato e il beta significa che un fondo con beta basso non implica che abbia una bassa correlazione con il mercato. Solo i fondi con basso beta e bassa correlazione con il mercato possono essere considerati fondi equity market neutral. "Basso" può essere definito come una soglia basata sull'esperienza. Pertanto, il beta è una misura inadeguata del rischio di mercato per le attività finanziarie il cui rischio è basso rispetto ai rischi di mercato (Beliossi 2001<sup>82</sup>). In pratica, un manager non può sempre mantenere la versione beta del portafoglio a zero perché qualsiasi variazione dei prezzi delle azioni nel portafoglio altera i pesi. Un beta neutrale richiede l'attuazione di un ribilanciamento immediato del portafoglio che causerebbe elevati costi di negoziazione. Inoltre, queste misure di rischio non sono di per sé realmente valide perché le distribuzioni sottostanti non sono chiaramente normali.

Un'esposizione netta aggiustata per il beta vicino allo zero è la vera caratteristica fondamentale di ogni fondo azionario neutrale. Nonostante ciò, un portafoglio di questo tipo può avere un'esposizione netta rettificata per il beta che è molto vicina allo zero, ma sostanzialmente diversa dallo zero per quanto riguarda settori o aree geografiche. Pertanto, il portafoglio può essere soggetto a rischi specifici (ad esempio, rischi di settore, paese o altri fattori). Questa rivelazione non dovrebbe essere una sorpresa come evidenziato precedentemente, perché attraverso l'eliminazione di tutti i rischi sistematici vi è la rinuncia anche all'ottenimento di performance elevate.

---

<sup>82</sup> Beliossi, Giovanni. 2001. "Prendere la via lunga e quella corta." Risk Italia.

Quindi, un fondo neutrale deve avere un'elevata diversificazione del portafoglio per ridurre al minimo le esposizioni al rischio indesiderate. In genere, la diversificazione del portafoglio è importante con un certo numero di posizioni nell'intervallo da 150 per i fondi discrezionali a circa 1.500 partecipazioni per i fondi quantitativi. La capacità è un problema generale per la maggior parte delle strategie neutrali del mercato azionario a causa della scarsa disponibilità di azioni da vendere allo scoperto e della presenza di un trade-off tra il costo dell'aumento della leva finanziaria, o l'aumento dei costi di mantenimento delle vendite allo scoperto o di negoziazione causati da un elevato turnover, e i rendimenti decrescenti. Così, un gestore di fondi può realizzare una quantità limitata di denaro in strategie equity market neutral e, maggiore è la quantità di capitale impiegato, minore sarà il rendimento percentuale raggiunto.

#### *Basic steps*

Sono disponibili tre linee guida di base per creare una posizione neutrale al mercato azionario:

1. Selezionare l'universo: l'universo è costituito da tutti i titoli azionari candidati al portafoglio in uno o più settori industriali, che coprono una o più borse valori. La scelta di un universo deve essere coerente con le competenze principali del gestore degli investimenti. Si dovrebbe avere liquidità sufficiente per entrare e uscire rapidamente in posizioni, e permettere la vendita allo scoperto delle azioni.
2. Generare una previsione: gli hedge fund neutrali del mercato azionario hanno in genere un modello di trading proprietario che genera potenziali operazioni. Gli algoritmi devono indicare il rendimento e il rischio previsti di ogni trade e i costi di implementazione devono essere inclusi quando si determina il profilo di rischio-rendimento netto.
3. Costruire il portafoglio: nel processo di costruzione del portafoglio, il manager assegna pesi (sia positivi che negativi) a ciascun titolo utilizzando la propria discrezionalità individuale. La fase di costruzione del portafoglio dovrebbe essere in linea con la gestione del rischio, (massima esposizione) e prevedere una adeguata leva finanziaria da impiegare.

### *Posizioni*

I fondi neutrali del mercato azionario possono detenere sei tipi di posizioni:

1. Stock vs. stock. In genere implementato utilizzando una posizione long rispetto a una posizione corta su una azione.
2. Stock vs. market. In genere implementato utilizzando una posizione long su una azione e una posizione short su un future riferito all'indice.
3. Stock vs. sector. In genere implementato utilizzando una posizione lunga sull'azionario e corta su uno swap di settore
4. Sector versus sector. Posizioni long e short su diversi swap di settore
5. Basket of long positions versus basket of short positions. Tipicamente implementato con l'acquisto di un paniere di azioni con determinate proprietà e la vendita di un insieme di azioni con le proprietà opposte.
6. Basket of stocks versus basket of other stocks. La scelta delle posizioni lunghe o corte avviene in base all'osservazione del momentum (MOM), tipicamente implementato con posizioni lunghe su titoli con un MOM rialzista e posizioni corte su azioni che hanno un MOM ribassista o in reverse.

### *Stock selection*

I rischi di selezione delle azioni consistono in rischi idiosincratici e sistematici. I rischi idiosincratici, chiamati anche rischi non sistematici, sono generalmente eventi casuali che spingono i singoli prezzi delle azioni verso l'alto o verso il basso. Questi rischi possono essere eliminati attraverso la diversificazione e, di conseguenza, la maggior parte dei portafogli azionari ben gestiti a neutralità di mercato detengono un gran numero di azioni, di solito più di 200.

I fattori di selezione delle azioni utilizzati dal gestore sono le fonti di rischi sistematici netti nei portafogli azionari a neutralità di mercato. I rischi netti di selezione sistematica delle azioni sono responsabili della maggior parte dei rendimenti positivi e negativi in un portafoglio azionario neutro. Quindi, il manager deve assumersi questi rischi per generare rendimenti positivi. Gestori neutrali efficaci gestiscono e controllano i rischi sistematici di selezione delle azioni a cui stanno esponendo il portafoglio, ad esempio, misurando strettamente le esposizioni lorde e nette a settori, volatilità, liquidità delle azioni e stili di investimento.

I gestori possono utilizzare i dati disponibili sulle azioni dei mercati sviluppati ed utilizzare algoritmi matematici avanzati ed eseguire back-testing prima di implementare una strategia. Il back-testing è il processo di test di una strategia di trading basata su periodi di tempo precedenti. Pertanto, può eseguire una simulazione di una strategia di trading utilizzando dati passati rilevanti per misurarne l'efficacia.

I rischi maggiori a cui è esposto un portfolio sono quelli di cui i manager non sono a conoscenza e, di conseguenza, non gestiscono. Ciò può portare a sostanziali dismissioni di portafogli neutrali.

### *Tipi di strategie azionarie neutrali*

La discussione seguente contiene 5 esempi di strategie neutrali legate al mercato azionario:

1. Share class arbitrage
2. Pair trades
3. Mean reversion strategies
4. Statistical Arbitrage
5. Fundamental Arbitrage

#### *3.3.3.1 Share Class Arbitrage*

Lo Share Class Arbitrage è un tipo di arbitraggio sulla struttura patrimoniale di una società, come ad esempio, l'arbitraggio tra le azioni ordinarie, le azioni privilegiate e le azioni di risparmio.

Le azioni ordinarie danno diritto di voto sia nell'assemblea ordinaria che nell'assemblea straordinaria, a percepire dividendi inferiori rispetto alle azioni privilegiate e di risparmio e in caso di fallimento dell'impresa gli azionisti ordinari verranno rimborsati dopo quelli privilegiati, ma prima di quelli che detengono azioni di risparmio. Le azioni privilegiate consentono ai loro detentori di votare soltanto nel corso delle assemblee straordinarie, contrariamente a quanto accade invece per i detentori di azioni ordinarie, che votano nel corso di tutte le assemblee. A fronte di tale sacrificio, alle azioni privilegiate viene riconosciuto un dividendo maggiore rispetto a quello fissato per azioni ordinarie. Le azioni di risparmio, invece, non attribuiscono alcun diritto di voto, neanche nel corso delle assemblee straordinarie, tuttavia assegnano ai loro detentori il diritto ad un dividendo

garantito e maggiore rispetto a quello delle azioni ordinarie. A causa di particolari eventi societari, queste tre classi di azioni possono essere negoziate a prezzi incongruenti tra loro, dando così luogo a un'opportunità di arbitraggio che si basa essenzialmente sulla mean reversion verso i livelli storici.

### *3.3.3.2 Pair trades*

Il pair trade è una strategia che consiste nell'aprire una posizione al rialzo su un titolo e una al ribasso su un altro titolo dello stesso settore. La differenza delle variazioni di prezzo di questi due strumenti è il profitto o la perdita di questa operazione. Se i due investimenti hanno le stesse dimensioni, la posizione ha un'esposizione netta pari a zero, ma così potrebbe non essere per l'esposizione netta aggiustata per il beta. Un esempio può essere una posizione long su Ferrari contro una short su Lamborghini o viceversa.

### *3.3.3.3 Mean reversion strategies*

Una strategia di mean reversion è basata sulla serie temporale degli stock appartenenti a un determinato cluster. Ad esempio, un'analisi di serie temporali può rivelare la tendenza di un certo gruppo di azioni (cioè un cluster) a muoversi insieme a una correlazione superiore rispetto alla correlazione media di un singolo stock con il mercato. La strategia di inversione si basa sul fatto che ogni singolo stock di tale cluster ritorni alla media del cluster. L'idea è che il prezzo massimo e il prezzo minimo di un titolo siano temporanei, e che esso tenderà ad avere un prezzo medio nel tempo. Questa strategia sfrutta la deviazione dal prezzo medio, infatti, la mean reversion si applica dapprima identificando l'intervallo di trading dell'azione e poi calcolando il prezzo medio usando tecniche analitiche. Quando il prezzo dell'azione nel mercato attuale è inferiore a tale prezzo medio, il titolo è considerato attraente per l'acquisto, poiché ci si aspetta che il prezzo salga. Quando, viceversa, il prezzo attuale del mercato è superiore al prezzo medio dell'azione, ci si aspetta che il prezzo del titolo cali: in altre parole, ci si attende che le deviazioni dal prezzo medio riportino il prezzo alla media. Ciò è vero solo in generale, poiché un cambiamento di prezzo dell'azione dovuto a un calo percentuale dei profitti dell'azienda può indicare che essa non ha le stesse prospettive storiche. Addirittura, in certe situazioni il prezzo di un'azione può calare arrivando fino a zero o quasi, nel qual caso è meno probabile che l'ipotizzata "inversione" abbia luogo.

Tra gli indicatori tecnici più usati troviamo la deviazione standard dei prezzi più recenti di un titolo (ultimi 20 giorni) che è spesso uno degli indicatori di acquisto o vendita più usati. Molto utili sono anche le medie mobili per periodi come 50 o 100 giorni e le Bande di Bollinger, basate su una formula matematica che calcola una specifica deviazione standard intorno a una media specifica. Un secondo gruppo di indicatori usati per misurare la mean reversion sono l'RSI e lo Stocastico, che misurano entrambi quanto velocemente il mercato si è mosso nel breve termine rispetto ai movimenti sul più lungo termine, e dunque se il mercato è in ipercomprato o in ipervenduto.

L'alpha è determinato dal prezzo di un singolo titolo che, spostatosi oltre una certa soglia a breve termine, tende a tornare alla media del cluster in un determinato periodo di tempo.

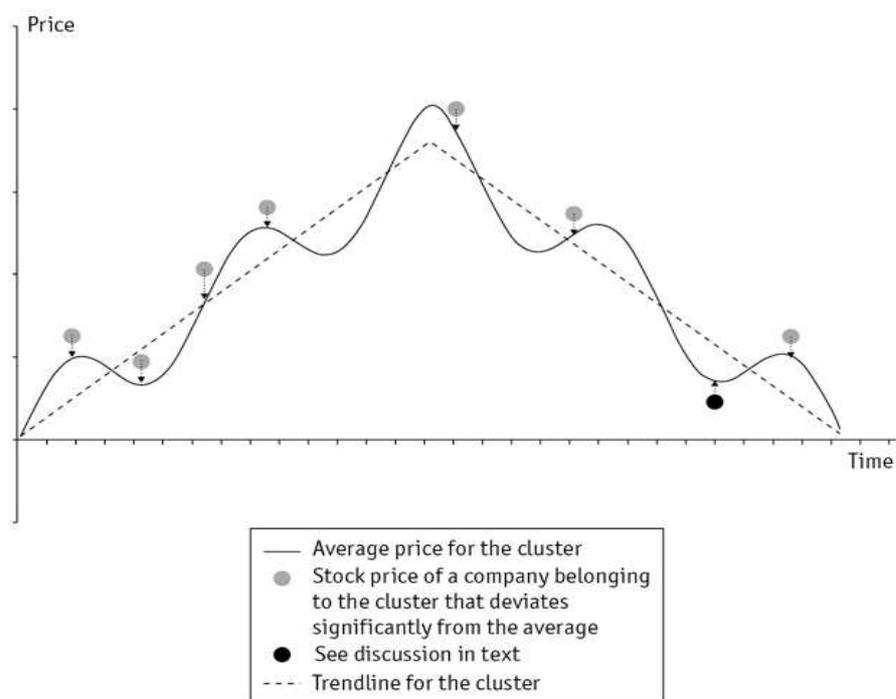
Il grafico seguente mostra la serie temporale di un gruppo di titoli simili con la trend line. I cerchi sono situazioni in cui il prezzo di un certo titolo si discosta sostanzialmente dalla media. Una strategia di mean reversion consiste nell'andare short sull'azione e aprire una posizione long riferita al cluster per beneficiare della convergenza con la media del prezzo delle azioni. Nel caso del cerchio al di sotto del prezzo medio del cluster, la strategia di reversione consiste nell'andare lungo sull'azione e corto sul cluster.

I costi di negoziazione definiscono la soglia dei movimenti dei prezzi delle azioni che potrebbero essere sfruttati. Le strategie di mean reversion sono di solito implementate con una certa leva per sfruttare una piccola divergenza di prezzo dalla media, ma la leva implementa anche il rischio di risultati estremi. Infatti, se un prezzo delle azioni si discosta dalla media a causa di un evento speciale come una fusione o un'acquisizione o una causa contro la società, il mean reversion non avverrà e la strategia subirebbe una perdita che alla fine sarebbe amplificata dall'uso della leva finanziaria.

#### *Esempio strategia mean reversion*

Il grafico seguente mostra la serie temporale di un gruppo di titoli simili con la trend line sottostante. I cerchi sono situazioni notevoli in cui il prezzo di un certo titolo si discosta sostanzialmente dalla media e quando esiste una distanza sufficiente per implementare un'operazione di mean reversion.

**Figura 14** strategia mean reversion



*Fonte: Hedge Funds (Financial Markets and Investments). Oxford University*

### 3.3.3.4 Statistical arbitrage funds

L'arbitraggio statistico prevede il trading a breve termine utilizzando l'analisi quantitativa e tecnica per rilevare le opportunità di profitto. Di seguito sono riportati tre esempi di arbitraggio statistico.

Il primo esempio è chiamato pairs o peer group trading e prevede contemporaneamente l'acquisto e la vendita di azioni di società nello stesso settore economico o gruppo di pari che temporaneamente divergono. Il gestore degli investimenti può ponderare le dimensioni delle posizioni long/short per raggiungere la neutralità del dollaro, del beta o della volatilità. Il manager infatti chiude le posizioni quando i prezzi delle azioni convergono o quando è stato raggiunto un dato livello di stop loss. Un ordine stop-loss è un ordine con cui l'investitore istruisce il broker a vendere automaticamente il titolo se scende ad un determinato prezzo. L'ipotesi alla base è quindi che il valore relativo di un paniere di azioni simili tornerà probabilmente alla media nel corso tempo. I portafogli di pair trades multipli sono miscelati per ridurre il rischio specifico delle azioni.

Il secondo esempio è chiamato stub trading e prevede contemporaneamente l'acquisto e la vendita di azioni di una società madre e della sua controllata, a seconda delle discrepanze a breve termine nella valutazione del mercato rispetto all'effettiva proprietà delle azioni. Il manager in genere pondera le dimensioni delle posizioni in base alla percentuale di proprietà.

Infine, il terzo esempio è il trading multiclasse, che prevede contemporaneamente l'acquisto e la vendita short di classi diverse di azioni della stessa società, in genere che danno diritto di voto e non votanti o multi-voto e mono-voto. Proprio come il trading di coppie, il manager misura le correlazioni tipiche e stabilisce le posizioni quando i prezzi correnti scendono al di fuori di un range.

La leva utilizzata per l'arbitraggio statistico tende ad essere superiore a quella per fundamental arbitrage e in genere dipende dal numero di posizioni nel portafoglio, dalla liquidità desiderata e dal budget di rischio.

#### 3.3.3.5 *Fundamental Arbitrage*

Il Fundamental Arbitrage consiste principalmente nella costruzione di portafogli in alcuni settori acquistando le società più forti e vendendo allo scoperto società che mostrano segni di debolezza. L'analisi è principalmente fondamentale ed è meno quantitativa dell'arbitraggio statistico. Tuttavia, alcuni manager utilizzano indicatori tecnici e di momentum dei prezzi (ad esempio, medie mobili, forza relativa e volumi di trading) per aiutarli nel loro processo decisionale.

I fattori fondamentali utilizzati nell'analisi includono i rapporti di valutazione (ad esempio, prezzo/utili, prezzo/cash flow), i flussi di cassa attualizzati, il rendimento del capitale proprio, i margini operativi e altri indicatori. Il fatturato del portafoglio è generalmente inferiore a quello dell'arbitraggio statistico, in quanto i segnali sono più forti, ma cambiano meno frequentemente. I manager utilizzano una leva più modesta nell'arbitraggio fondamentale in quanto il numero di azioni è generalmente inferiore a quello dell'arbitraggio statistico.

I gestori efficienti del mercato azionario utilizzano la loro competenza ed esperienza per rilevare le inefficienze dei mercati azionari, in diretta opposizione all'ipotesi di mercato efficiente. L'ipotesi di base è che le anomalie nella valutazione delle azioni si verifichino a breve termine e che tali anomalie si correggano a lungo termine. Poiché una

strategia neutrale del mercato azionario utilizza spesso modelli complessi per rilevare le inefficienze dei prezzi, può guadagnare un premio di "complessità". Buoni modelli guadagnano rendimenti costanti, a condizione che altri sul mercato non possano replicarli.

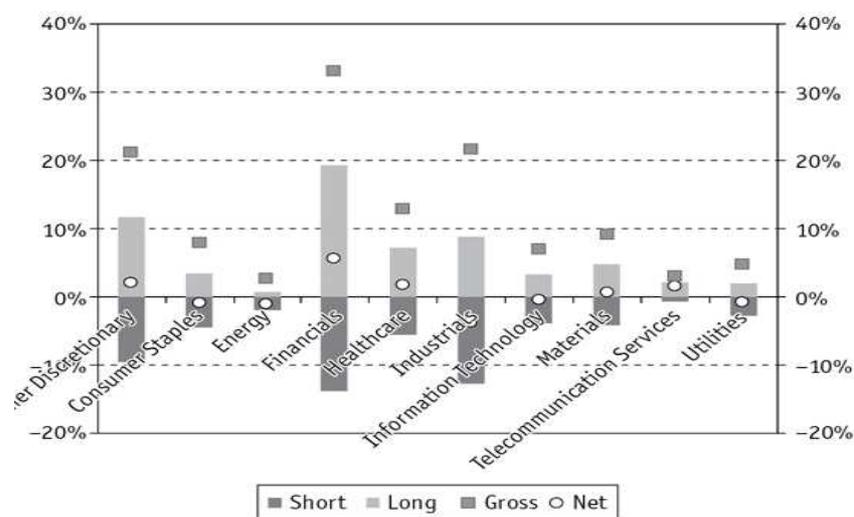
### 3.3.3.6 Esempio di fondo azionario neutrale

Si consideri un fondo con le seguenti esposizioni complessive:

- Esposizione lunga 64,3%
- Esposizione corta 58,9%
- Esposizione lorda 132,2%
- Esposizione netta 5,4%

Il grafico seguente fornisce la ripartizione per settore delle esposizioni dei fondi in una certa data. Il fondo è neutrale dal mercato, ma è anche neutro rispetto al settore. Non tutti i fondi neutrali dal punto di vista azionario sono neutrali al settore. La massima esposizione netta settoriale è del 5,6% al settore finanziario, mentre la minima esposizione netta settoriale è -3,7% per il settore industriale. Il rischio è attribuito principalmente ai beni di consumo discrezionali, finanziari e industriali, con un'esposizione rispettivamente del -21,2%, 33,2% e 21,6%.

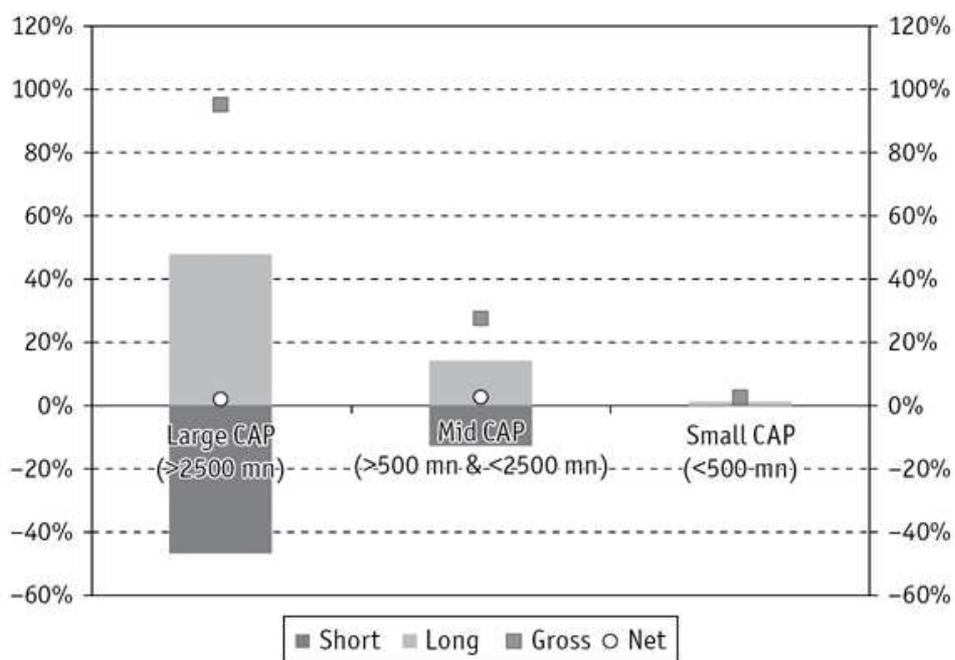
**Figura 15 Ripartizione delle esposizioni per settore per un fondo neutrale dal mercato azionario.**



Fonte: Eurizon Capital

Il grafico che segue mostra la ripartizione per capitalizzazione di mercato tra portafoglio lungo, corto, netto e lordo per un fondo neutro rispetto al mercato azionario in un determinato momento. Il rischio, in termini di esposizione lorda, è inclinato verso i titoli a grande capitalizzazione. L'esposizione alle azioni a bassa capitalizzazione è trascurabile.

**Figura 16**



Fonte: Eurizon Capital

### 3.4 Multistrategy Hedge Funds

Gli hedge fund multistrategia hanno uno status speciale nel mondo degli hedge fund perché offrono un'esposizione diversificata agli investitori. Di seguito saranno esaminati i singoli fondi multistrategia, i fondi di fondi (FOF) e confrontati i rispettivi vantaggi e svantaggi.

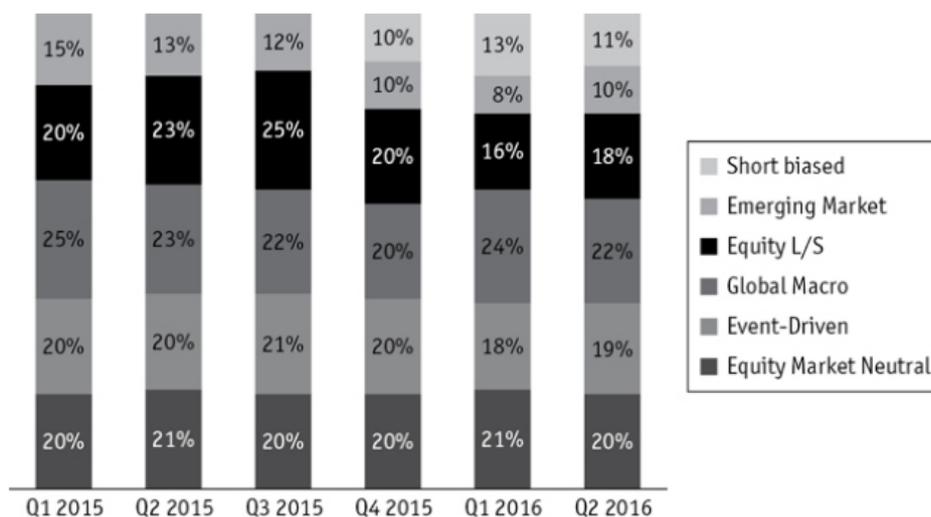
#### 3.4.1 *Multistrategy Single Funds*

I fondi multistrategia singoli sono prodotti offerti in un'unica struttura di fondi e in genere sono gestiti da un unico manager che propone alcuni fondi individuali ai suoi clienti e aggiunge all'offerta un prodotto diversificato che raggruppa singole strategie. I manager combinano almeno due strategie di investimento, anche se, in genere queste possono variare da 5 a 8, al fine di offrire un prodotto diversificato. Ogni strategia è generalmente gestita in modo indipendente in books separati, ma questi books possono essere aggregati in un unico portafoglio per evitare di acquistare e vendere posizioni che si annullino a vicenda. I portafogli possono essere basati su strategie quantitative o strategie qualitative o su una combinazione delle due.

Uno stesso team o manager può gestire strategie strettamente collegate, come l'arbitraggio convertibile e l'arbitraggio della volatilità i cui principi sono già stati ampiamente descritti. I fondi multistrategia unica tendono ad essere meno diversificati dei fondi di fondi. In generale, viene utilizzato un solo fondo o team per strategia, mentre, nel caso dei fondi di fondi, è comune una combinazione di un paio di gestori che applicano la stessa strategia.

La figura mostra una tipica ripartizione del fondo multistrategia singolo in cui la divisione tra le sottostrategie si evolve lentamente, principalmente in base alle relative prestazioni, a meno che un fondo non cessi o ne venga aggiunto uno nuovo. In questo esempio, i manager hanno aggiunto la strategia short alla fine del 2015 principalmente riducendo l'allocazione al capitale azionario long/short e riducendo, anche se in misura minore, anche la strategia relativa all'Emerging Market, Global Macro ed Event driven. Le principali differenze nel contesto dei FOF derivano dal fatto che il fondo dei fondi sarà in genere gestito più attivamente. Inoltre, diversi singoli fondi vengono in genere utilizzati per ogni strategia nel caso di FOF.

**Figura 17 fondo multistrategia singolo**



*Esempio di Multistrategy Single Fund*

Si consideri un hedge fund di 900 milioni di dollari il cui portafoglio viene investito in azioni di aziende sviluppate ed emergenti, obbligazioni investment grade (governo e credito) e valute. Tutti gli investimenti sono opportunità e si deve andare long o short a seconda della visione del mercato da parte dei manager specializzati. In questo caso, un singolo team gestisce l'esposizione azionaria sviluppata e un altro team gestisce l'esposizione emergente. Un altro singolo team gestisce l'esposizione obbligazionaria complessiva. Un terzo manager gestisce l'esposizione valutaria. Il gestore del capitale azionario long/short ha 300 milioni di dollari da investire (due terzi negli sviluppi e un terzo nell'emergente), il gestore del fondo di arbitraggio a reddito fisso ha 500 milioni di dollari e il trader valutario ha 100 milioni di dollari da investire.

Oltre agli asset in gestione (AUM), ogni manager può utilizzare un certo livello di leva finanziaria. Il book azionario long/short può essere levato fino al 200 per cento lordo. Sul fronte del reddito fisso, la leva finanziaria può aumentare di cinque volte. Sul lato valuta, la leva finanziaria è limitata al 100 per cento del valore nozionale lungo o corto. In questo caso, infatti, la strategia valutaria viene implementata esclusivamente utilizzando forward che hanno una leva implicita e non hanno bisogno di un'elevata allocazione di liquidità come margine.

I tre portafogli sono gestiti in modo indipendente e in parallelo, quindi non esiste alcuna interazione tra i subportafogli semplicemente perché non vengono investiti nelle stesse classi di attività. Il gestore azionario lungo/corto si propone di offrire il 10% annuo, al lordo delle commissioni su un ciclo di tre anni con un budget di volatilità che è la metà di quello del MSCI World index. Sul fronte del reddito fisso, il fondo si propone di offrire il 3% annuo, lordo di commissioni con una volatilità assoluta inferiore al 6 per cento. Il trader valutario si aspetta di offrire il 5 per cento lordo di commissioni assolute con un budget di volatilità tra il 3 e il 5 per cento.

### *3.4.2 Multistrategy Fund of Funds*

L'idea di base dei fondi multistrategia dei fondi hedge è semplice: i fondi dei fondi investono in altri fondi. La questione non riguarda l'applicazione di varie strategie alternative all'interno di un portafoglio, come fondi singoli multistrategia o anche fondi a valore relativo, ma la selezione di gestori di fondi esterni e la creazione di un portafoglio diversificato. La diversificazione può essere realizzata in termini di strategie, gestori patrimoniali e profili di liquidità. L'obiettivo di tale strategia è quello di ottenere la diversificazione investendo in un unico prodotto diversificato.

#### *Esempio*

Nella figura viene illustrata una struttura tipica dei FOF multistrategia. Esso comprende vari tipi di investitori, tra cui retails (a seconda della regolamentazione locale), investitori istituzionali, High Net Worth (soggetti che investono un alto patrimonio netto) ed endowment (università, ospedali, no profit). Nella figura sottostante, il fondo multistrategia è esposto a cinque famiglie di strategie, tra cui il mercato neutrale con una divisione a tre esposizioni tra un fondo equity market neutral, un fondo di arbitraggio quantitativo statistico e un fondo credit market neutral.

Nella zona degli event-driven due posizioni combinano un fondo di arbitraggio di fusione pura con un fondo più equilibrato che investe opportunisticamente nell'arbitraggio delle fusioni, ma anche in situazioni particolari, leggermente più esposte al mercato e a volte attiviste.

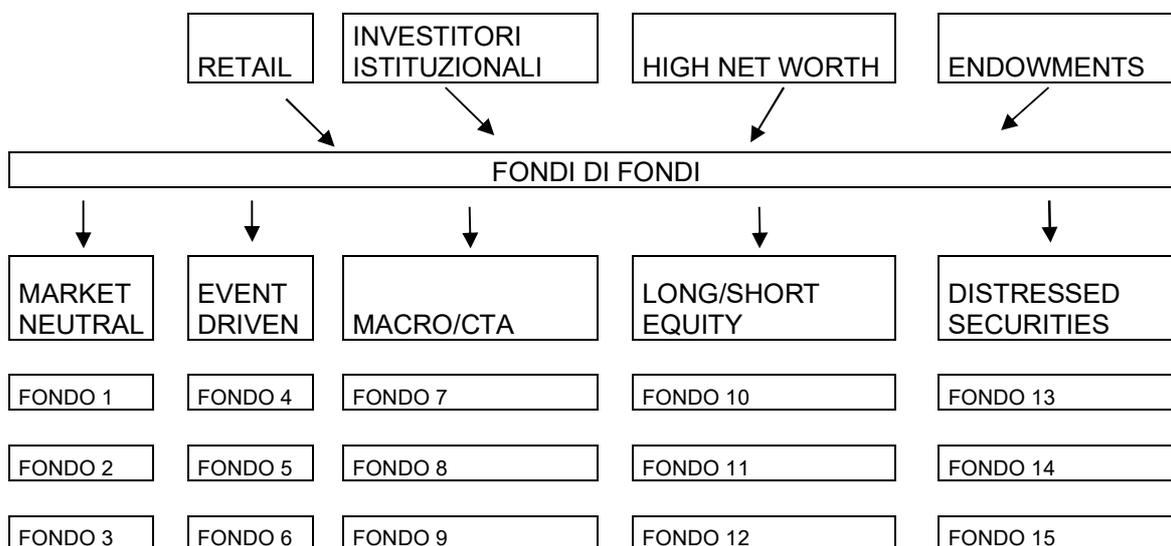
Per la strategia macro commodity trading advisor (CTA), un macro player combina strategie direzionali, ma anche due strategie CTA, di cui una basata su tendenze a lungo

termine sulle materie prime e l'altra che combina tendenze a breve e lungo termine in varie classi di attività.

La porzione inerente alla strategia long/short equity del portafoglio è rappresentata dalla combinazione di un classico fondo U.S. long/short con un fondo globale e un fondo emergente caratterizzato da un long bias.

Infine, i crediti/distressed securities combinano un distressed player reale e meno liquido, un fondo ad alto rendimento di lunga durata e un distressed player concentrato su situazioni speciali opportunistiche.

**Figura 18 FOF multistrategia**



Questa figura mostra la struttura tipica delle FOF multistrategia. Una vasta gamma di investitori combina le loro attività in FOF, che poi investono in un'ampia gamma di gestori e strategie sottostanti, offrendo così una maggiore diversificazione. In questo esempio, l'altissimo livello di diversificazione è chiaramente espresso, in quanto il FOF viene investito non solo in cinque diverse famiglie di fondi, ma anche all'interno di queste famiglie c'è una raccolta di strategie con 14 diversi gruppi che gestiscono portafogli specifici.

I fondi dei fondi hanno l'obiettivo di diversificare il rischio perché le singole strategie tendono ad essere rischiose. Diversificano il rischio in vari modi:

- Numero di aziende: in genere varia da circa 12 a 30;
- Classi di attività: generalmente includono azioni, obbligazioni, valute e persino materie prime;
- Strategie di investimento: esempio, coinvolgere fondi che occupano posizioni lunghe e corte;
- Geograficamente: include la maggior parte dei mercati mondiali anche se la liquidità porta un maggior numero di gestori ad avere una maggiore esposizione ai mercati più liquidi;
- Più manager: offrono un profilo, competenza e stili diversi;
- Combinazione di profili di fondi: fondi gestiti quantitativamente e qualitativamente e diversi profili di rischio;
- Combinazione di diversi profili di liquidità: va dal mensile con fondo di breve notifica ai fondi trimestrali con avviso di 90 giorni;
- Combinazione di fondi con diversi livelli di esposizione al mercato: va dal mercato neutrale al long biased.

Oltre ai vantaggi della diversificazione, gli investitori apprezzano i fondi di fondi perché hanno investimenti minimi molto inferiori ai singoli fondi. Questi importi sono di solito al di sotto di 50.000 dollari.

### *3.4.3 Single Funds versus Funds of Funds*

I FOF offrono 3 vantaggi principali:

1. l'alto grado di diversificazione a livello geografico e settoriale;
2. l'alto grado di diversificazione del rischio di gestione;
3. migliori rendimenti.

Senza dubbio frazionare il capitale raccolto in diverse quote di fondi d'investimento garantisce per definizione un alto grado di diversificazione dell'investimento. Il patrimonio investito non è quindi legato alle scelte d'investimento di un unico gestore. Ne deriva quindi che errori nelle strategie d'investimento da parte di un

gestore sono mitigati dalle migliori scelte fatte dagli altri gestori di fondi in cui si è indirettamente investito il capitale. In teoria, i fondi di fondi dovrebbero garantire migliori performance di un tradizionale fondo comune. Questo perché, oltre ai vantaggi di cui sopra, il gestore del fondo primario, selezionerebbe soltanto i migliori fondi: quei fondi che nel tempo si sono distinti per performance e capacità manageriali.

Tra gli svantaggi ricordiamo che sono più costosi dei fondi tradizionali in quanto sono sottoposti ad una duplicazione dei costi. I FOF di solito addebitano commissioni inferiori rispetto ai singoli fondi, ma a questi costi si aggiungono le commissioni dei fondi sottostanti. Le commissioni dei FOF tendono tra lo 0,5 e il 2,0 per cento dell'AUM, con una media dell'1,4 per cento e una commissione di performance media tra il 10 e il 20 per cento. Il principale inconveniente dei fondi multistrategy rispetto ai fondi di hedge fund è la potenziale mancanza di libertà nella scelta dei gestori e delle strategie dei fondi sottostanti. Quando un'azienda offre cinque fondi individuali e un fondo multistrategia che li combina, il fondo multistrategia sarà sempre investito in queste cinque strategie. Ovviamente, il gestore del fondo multistrategia può rimuovere o ridurre una strategia sottostante che sottoperforma per un lungo periodo, ma questo processo è in genere meno reattivo rispetto ai FOF. Dal lato della trasparenza, i fondi multistrategia possono avere una trasparenza limitata perché gli investitori potrebbero non sapere se e come il portafoglio è costruito o, cosa più importante, se o quando si evolve.

Anche se il vantaggio principale dei FOF è la diversificazione, anche l'accesso è importante. Essi consentono agli investitori di investire indirettamente in fondi ai quali non avrebbero avuto accesso individualmente. In qualità di investitori professionali, un manager FOF mostra una maggiore trasparenza rispetto ai fondi multistrategy, non solo sulla strategia, ma anche sulle posizioni sottostanti. Dal punto di vista della liquidità, i FOF talvolta sono l'unico modo per investire in fondi chiusi a nuove sottoscrizioni.

La crescita del settore degli hedge fund ha aumentato la difficoltà degli investitori nell'identificare i migliori gestori. Gli investitori dei FOF danno questa scelta agli investitori professionali. Tali investitori sono meglio informati e hanno accesso a maggiori informazioni derivanti dalle dimensioni del loro investimento. Di conseguenza, gli investitori professionali possono formulare giudizi migliori grazie alla loro esperienza di lavoro sulla selezione di fondi e costruzione di portafogli.

### 3.4.4 Bear Market: Multistrategy Single Funds

Questa sezione fornisce un'analisi del comportamento e delle prestazioni dei Singoli fondi multistrategia durante i rendimenti mensili negativi per i mercati azionari e obbligazionari globali, tra gennaio 1990 e dicembre 2015. I singoli fondi multistrategia hanno prodotto una performance cumulativa dello 0,3 per cento, mentre le azioni hanno avuto una perdita accumulata del 440,1%. Le obbligazioni globali, rappresentate dal Barclays Global Aggregate Index, hanno prodotto un rendimento cumulativo dell'8,8%. I singoli fondi multistrategia hanno registrato risultati particolarmente buoni nei mercati azionari in ribasso rispetto ai FOF multistrategia. Questa performance può essere spiegata dalla natura della strategia che si impegna in strategie con meno esposizione al mercato e meno sensibilità al rischio sistematico.

I dati riportati di seguito forniscono le statistiche sui rischi e sui rendimenti utilizzate in questa analisi rispetto ai mercati azionari e obbligazionari globali. Queste statistiche mostrano l'andamento dei singoli fondi multistrategia nei 30 peggiori mesi di ribasso, rispettivamente per azioni e obbligazioni. Il periodo coperto è compreso tra gennaio 1990 e dicembre 2015.

**Figura 19**

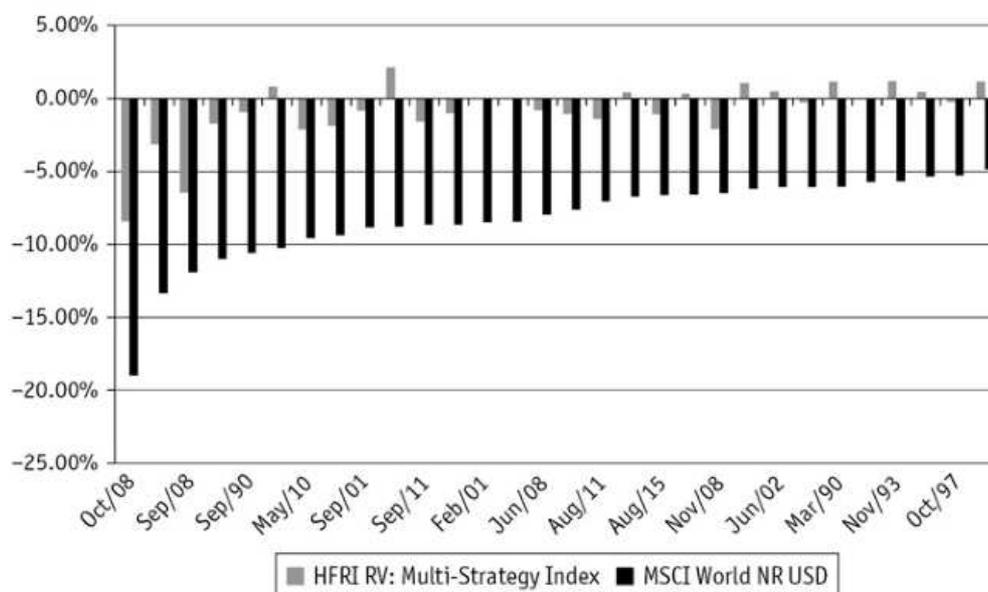
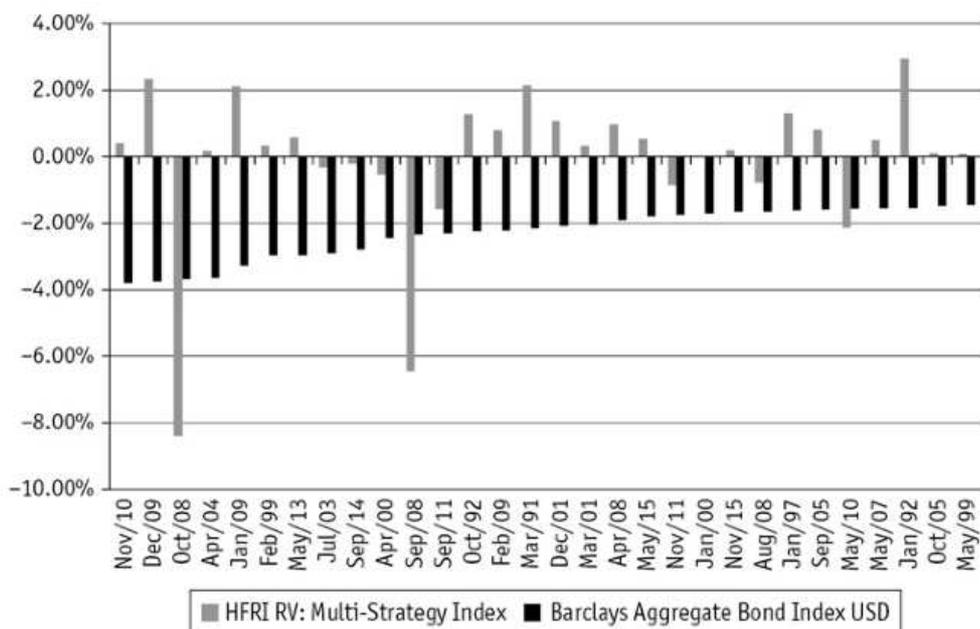


Figura 20

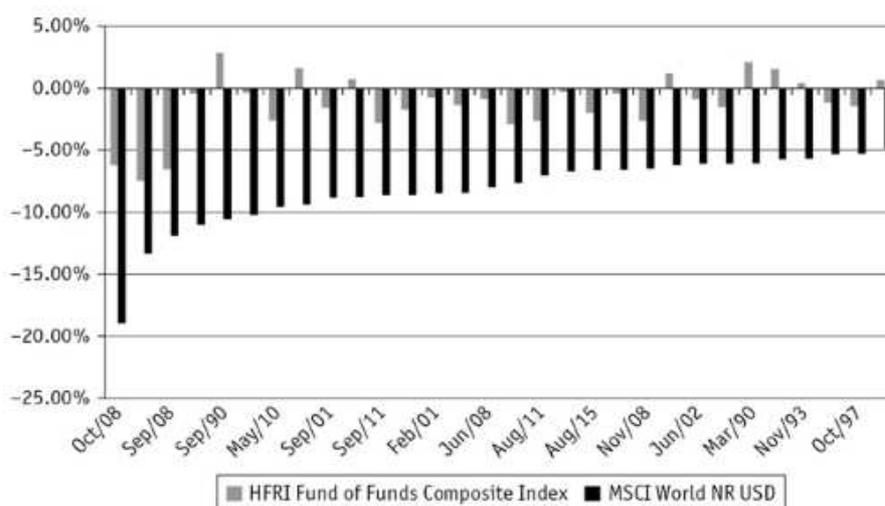


Questi dati mostrano le peggiori 30 performance mensili dell'indice Barclays Aggregate Bond rispetto alla performance dell'HFRI RV: Multi-Strategy Index. Il periodo coperto è compreso tra gennaio 1990 e dicembre 2015. Nei mesi di settembre e ottobre 2008, i fondi multistrategia singoli hanno sostanzialmente sottoperformato le obbligazioni globali a causa di un grave drawdown in tutte le classi a seguito dello scoppio della crisi dei subprime e del contagio sui mercati globali. La maggior parte delle strategie di hedge fund ha sofferto nel periodo, poiché le azioni e le obbligazioni globali sono diminuite rispettivamente del -54,0 e del -10,1%.

### 3.4.5 Bear Market: Multistrategy Fund Of Funds

Questa sezione esegue la stessa analisi per gli indici FOF quando le azioni o le obbligazioni hanno prodotto una performance mensile negativa. La figura sottostante mostra i peggiori 30 mesi per le azioni e la relativa performance dei FOF.

**Figura 21**



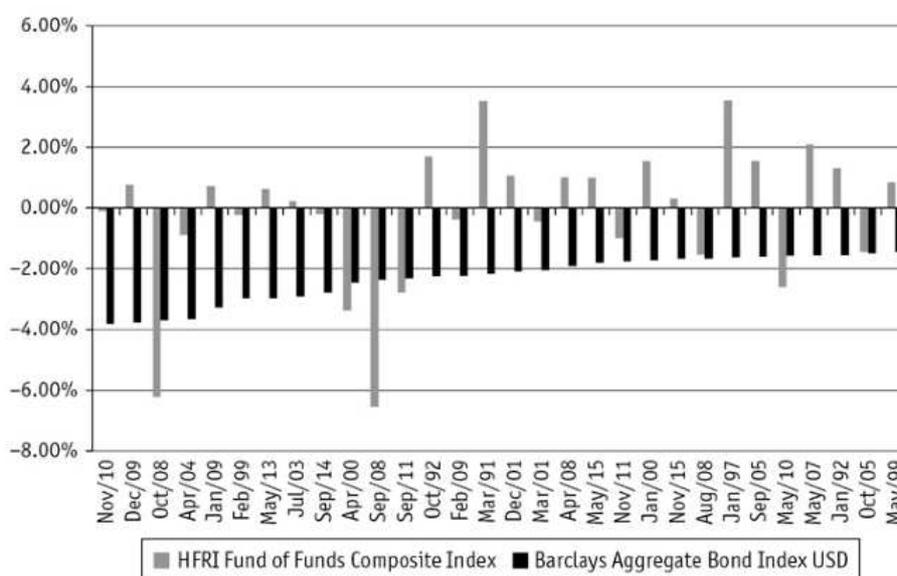
Questi dati mostrano le peggiori 30 performance mensili dell'indice MSCI World NR USD rispetto alla performance dell'HFRI Fund of Funds Composite Index. Il periodo coperto è compreso tra gennaio 1990 e dicembre 2015.

La costruzione dell'indice può spiegare in gran parte questa relazione perché l'indice contiene principalmente fondi impegnati in strategie a breve termine come la vendita allo scoperto o i future, che in genere si comportano meglio in periodi di mercato difficili. Il coefficiente di correlazione per l'indice globale degli hedge fund e le azioni globali è stato in media di 0,57, con tre periodi distinti. Il coefficiente di correlazione è aumentato notevolmente tra il 1990 e il 1998, da una correlazione negativa a una correlazione positiva moderata. Tra il 1998 e il 2004, il coefficiente di correlazione è stato positivo, compreso tra 0,20 e 0,80. Il coefficiente di correlazione è aumentato da 0,60 a 0,80 tra il 2005 e il 2007 e si è stabilizzato a un livello superiore fino alla fine del periodo del campionamento.

Nonostante una correlazione relativamente elevata, la sensibilità dell'indice alle azioni globali è stata moderata. La sensibilità dell'indice alle azioni variava da  $-0,10$  a  $0,60$  per l'intero periodo. La sensibilità azionaria dell'indice è stata molto stabile o ridotta nei precedenti episodi di stress del mercato (esplosione della bolla tecnologica tra il 2000 e il 2002, crisi dei subprime e contagio globale tra il 2007 e il 2008 e crisi del debito sovrano europeo nel 2011).

Anche la protezione al rischio al ribasso della maggior parte delle strategie dei FOF durante il periodo del mercato ribassista per le obbligazioni globali è stata sostanziale. La figura sottostante mostra la performance dei FOF compositi e difensivi rispetto alle obbligazioni. Sebbene la protezione al ribasso del rischio sia notevole nel lungo periodo, in alcune occasioni i FOF hanno chiaramente sottoperformato le obbligazioni globali al ribasso, come nell'aprile 2000, nel settembre 2008, nell'ottobre 2008 e nel maggio 2010. Tuttavia, dal lato azionario, i FOF non hanno mai sottoperformato al ribasso.

**Figura 22**



I FOF strategici mostrano la più bassa capacità di protezione del rischio al ribasso per tutto il periodo, che è ampiamente spiegata dalla costruzione e dalle caratteristiche dell'indice. L'indice è correlato in genere a manager che cercano rendimenti superiori, impegnandosi in strategie più opportunistiche e ad alto rischio, come i mercati emergenti,

il trading direzionale o di settore specifico. Queste strategie mostrano una maggiore dispersione dei rendimenti e un profilo di volatilità più elevato rispetto ad altri FOF.

#### *3.4.6 Analisi quantitativa*

Le sezioni precedenti hanno mostrato la performance dei fondi multistrategia singola e dei FOF multistrategia e hanno quindi confrontato i risultati con le classi di attività tradizionali. I principali risultati che possono essere tratti da questa analisi quantitativa rivelano che i singoli fondi multistrategia hanno sovraperformato i mercati azionari e obbligazionari globali tra il 1990 e il 2015, offrendo un rendimento annualizzato più elevato con una minore volatilità annualizzata. Pertanto, i singoli fondi multistrategia hanno sovraperformato i FOF di 1 punto percentuale all'anno con una volatilità inferiore. I fondi multistrategia singoli sono stati particolarmente bravi a proteggere il capitale durante periodi difficili per le azioni globali, pur mostrando una sensibilità relativamente limitata alle obbligazioni. Rispetto agli hedge fund globali, i singoli fondi multistrategy hanno sottoperformato ma con una volatilità inferiore e il livello di sottoperformance è stato molto inferiore nell'ultimo decennio. Questo dato conferma che i singoli fondi multistrategia offrono un buon modo per ottenere un'esposizione a un portafoglio di hedge fund.

## Capitolo 4

### RISE AND FALL DEGLI HEDGE FUNDS TRA PASSATO E PRESENTE

#### 4.1 Il fallimento di Long-Term Capital Management.

Long-Term Capital Management (LtcM) era un fondo d'investimento speculativo con sede nel Connecticut, fondato nel 1994 da John Meriwether, vicepresidente e responsabile trading sulle obbligazioni alla Salomon Brothers. LTCM era un hedge fund che nell'attuazione della propria strategia non era soggetto ai vincoli tipici dei fondi tradizionali, poteva quindi operare in tutti i mercati e con tutti gli strumenti finanziari ed in particolare poteva vendere allo scoperto, operare con strumenti derivati, utilizzare senza nessun limite la leva finanziaria. Era diretto da premi Nobel per l'economia, ex governatori della Fed, Myron Scholes e Robert Merton, entrambi sviluppatori di una nota teoria sulle opzioni insieme a Black<sup>83</sup>. Secondo la formula di Black-Scholes, l'elemento chiave nella determinazione del prezzo di un'opzione è la volatilità attesa dell'attività sottostante. Man mano che l'attività diventa più frenetica, il prezzo dell'opzione aumenta. Pertanto, se si conoscesse il prezzo di un'opzione, si potrebbe dedurre il livello di volatilità che il mercato si aspetta.

La strategia di LtcM si basava sulle inefficienze del mercato, destinate a scomparire nel lungo periodo. Il gestore punta su tali anomalie, sperando in un processo di

---

<sup>83</sup> Il modello di Black e Scholes (B-S) è un modello di "non arbitraggio" attraverso il quale si calcola il prezzo di equilibrio delle opzioni partendo dall'assunto che nel mercato non esistano opportunità di arbitraggio. Il modello parte dalla costruzione di un portafoglio privo di rischio composto da opzioni e attività sottostante e poi si calcola il valore attuale ipotizzando che il suo rendimento debba necessariamente essere uguale al tasso risk free.

La formula rappresenta l'equazione fondamentale che permette di calcolare il prezzo dei principali contratti derivati:

$$\frac{\partial f}{\partial t} + rS \frac{\partial f}{\partial S} + \frac{1}{2} \sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 f}{\partial S^2} = rf$$

dove f rappresenta il valore del derivato, S il prezzo spot del sottostante,  $\sigma$  la volatilità del sottostante, t il tempo e r il tasso free risk.

Questa equazione presenta infinite soluzioni; specificando le caratteristiche specifiche dello strumento derivato oggetto di valutazione, è possibile trovare una soluzione unica che rappresenta il prezzo di equilibrio dello strumento.

Nel caso di una opzione call la condizione è del tipo:

$$f = \max [S - X ; 0]$$

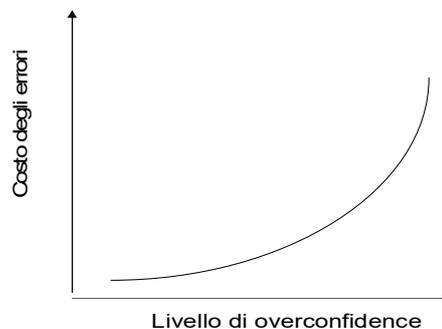
mentre nel caso di un'opzione put tale condizione diventa:

$$f = \max [X - S ; 0] \text{ con } t = T.$$

convergenza dei valori. La differenza tra i valori è di modesta entità e offre un guadagno limitato. Ecco perché i gestori, che utilizzano tale strategia, fanno considerevole uso della leva finanziaria per incrementare il rendimento. LTCM tracciava in modo ottimale le curve dei tassi, analizzava quali assets si discostavano dai valori teorici e di conseguenza sfruttava il riallineamento dei prezzi ai livelli delle curve tracciate (*Convergence trading*). In pratica, veniva fatto un arbitraggio sui titoli obbligazionari di USA, Europa e Giappone.

La strategia estrapolata prevedeva un piccolo guadagno altamente probabile a fronte di una grande perdita altamente improbabile. Dietro a tale logica c'è il presupposto secondo cui ciò che è accaduto in passato si rinnoverà anche nel futuro. Tuttavia LtcM non tenne conto dell'irrazionalità del mercato. Questa eccessiva fiducia è definita dalla finanza comportamentale con il termine *Overconfidence*. L'*overconfidence* è un tipo di bias che riguarda il grado di cognizione relativo alle proprie abilità e la consapevolezza dei propri limiti, il che porta ad un'eccessiva fiducia nei propri mezzi e ad una sopravvalutazione di sé e la distorsione emotiva e cognitiva che crea troppa fiducia è l'accompagnamento pericoloso e inevitabile a qualsiasi forma di successo.

**Figura 23 Overconfidence**



Roger Lowenstein scrive in *When Genius Failed* che "non c'è nulla di simile al successo per accecare un soggetto alla possibilità di fallimento". Sempre Lowenstein ci dice che LTCM aveva calcolato che "era improbabile perdere più di \$ 35 milioni in un solo giorno". Tuttavia, venerdì, 21 agosto 1998, aveva perso \$ 553 milioni dimostrando che gli investitori troppo fiduciosi sono inclini a correre rischi maggiori di quelli prudenti.

Il modello elaborato dai premi nobel di LTCM non poteva supportare l'ipotesi che un fattore di rischio avrebbe portato ad una crisi sistemica. Solo con il default del debito Russo ed il crollo del rublo, che nell'estate del 1998 perse il 70% del valore contro il dollaro USA, tali considerazioni vennero a galla. Durante la seconda settimana di agosto, i mercati russi erano crollati. Il 13 agosto, con i dollari in fuga dal Paese, le riserve ridotte, il prezzo del petrolio in calo del 33%, il governo russo aveva imposto controlli sul rublo. Il sistema bancario si era bloccato per mancanza di affidabilità e solvibilità. Il mercato azionario di Mosca aveva interrotto le negoziazioni chiudendo in calo per l'anno del 75 per cento. Negli Stati Uniti e in Europa, i mercati rabbrivirono a causa di un elenco crescente di eventi negativi: la crisi in Russia, la debolezza in Asia, il rifiuto dell'Iraq di consentire ispezioni complete sulle armi, la possibilità che la Cina svalutasse la sua valuta e la testimonianza del presidente Clinton sulla sua relazione con una Stagista alla Casa Bianca, Monica Lewinsky. Quando gli investitori globali uscirono dalla Russia e dall'Asia, si rivolsero principalmente verso i Treasuries, un baluardo di sicurezza contro i rischi.

Gli spread dei titoli europei si allargarono ed i tassi presero una direzione opposta a quella che il modello LTCM aveva previsto. I tassi di interesse a breve termine erano saliti del 200 per cento e le obbligazioni russe a lungo termine erano scese alla metà del loro prezzo. Nonostante ciò, i gestori del fondo continuarono sulla stessa linea, raddoppiando il capitale investito ed utilizzando la leva finanziaria accumulato un incredibile patrimonio di \$ 100 miliardi. Il fondo aveva già chiesto denaro a Warren Buffett. Era andato da George Soros e da Merrill Lynch. Uno per uno, aveva chiesto a tutte le banche a cui poteva pensare. Per quanto mostruoso fosse questo debito, non era affatto il peggiore dei problemi. Il fondo aveva stipulato migliaia di contratti derivati, che lo avevano intrecciato con tutte le banche di Wall Street. Questi contratti, essenzialmente scommesse secondarie sui prezzi di mercato, coprivano una somma astronomica: oltre \$ 1 trilione di dollari di esposizione.

L'hedge fund che iniziò la propria attività con l'ingente capitale di 1.011.060.243 di dollari, con ritorni dell'ordine del 40% su base annua, nel 1998, perse oltre 4,6 miliardi di dollari, mostrando al mondo l'importanza della previsione delle perdite più che dei profitti.

Con il crac dell'Ltcm, Merrill Lynch perse 1.400 milioni di dollari, la svizzera Ubs (prima banca d'Europa) 770 milioni e molte altre banche internazionali (tra cui le tedesche Dresdner e Deutsche Bank, la francese Paribas, l'inglese Barclays, la giapponese Sumitomo, l'americana Citycorp e altre) subirono perdite enormi.

Il 23 settembre 1998 le principali banche d'investimento e la Federal Reserve furono costrette ad intervenire per evitare una crisi finanziaria internazionale dagli effetti scarsamente prevedibili. I debiti vennero pagati in cambio del 90% delle azioni del fondo e dell'istituzione di una supervisione di controllo.

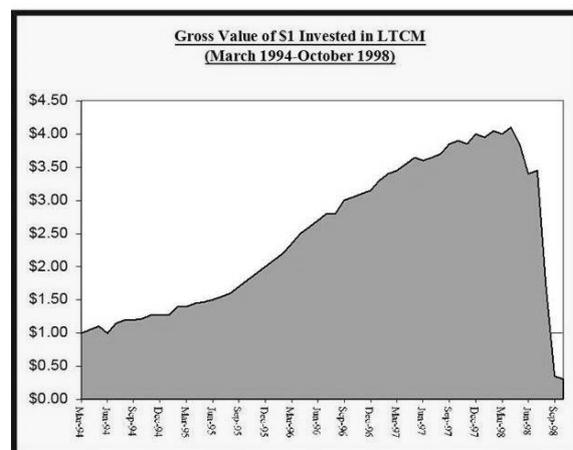
I contributi furono i seguenti:

- 300 milioni di dollari: Bankers Trust, Barclays, Chase, Deutsche Bank, Ubs, Salomon Brothers, Smith Barney, JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley;
- 125 milioni di dollari: Société Générale;
- 100 milioni di dollari: Crédit Agricole, Paribas;
- Lehman Brothers e Bear Stearns rifiutarono di partecipare.

Le perdite di 4,6 miliardi di dollari erano così composte:

- 1,6 miliardi in swaps;
- 1,3 miliardi in equity volatility;
- 430 milioni sul mercato russo e su altri mercati emergenti;
- 371 milioni in directional trades nei paesi industrializzati;
- 215 milioni in yield curve arbitrage;
- 203 milioni nel trading in azioni dello S&P 500;
- 100 milioni in arbitraggio su “obbligazioni spazzatura” (junk bond).

**Figura 24**



Fonte: *The Rise and Fall of LTCM (2001)*

Il Long Term Capital Management cessò definitivamente nel 2000.

## 4.2 Lo shock nel settore degli hedge fund ai tempi del Coronavirus

La capacità del settore di resistere a tutte le condizioni era stata già messa in discussione nel 2008 e viene nuovamente messa alla prova a causa della pandemia innescata dal Coronavirus nel 2020<sup>84</sup>.

Inizialmente il settore degli hedge fund è andato abbastanza bene durante la turbolenza e in media ha perso solo l'1,4% a febbraio 2020, secondo Hedge Fund Research. Ma la resilienza iniziale si è affievolita mentre il tumulto si allargava, facendo esplodere anche gli hedge fund più affidabili. Gli hedge fund sono scesi dell'8,6% a marzo e di quasi il 10% per l'anno, ha affermato HFR e questa battuta d'arresto arriva in un momento precario. Gli hedge fund hanno già subito deflussi da parte degli investitori per 13 degli ultimi 17 trimestri e il numero delle imprese si è ridotto per 5 anni consecutivi. Molti di quelli che rimangono sono meno redditizi. L'attuale tumulto offre quindi opportunità, e per molti manager, un'ultima possibilità, di dimostrare il loro valore. Ma molti temono che molto probabilmente causerà un altro abbattimento di massa di hedge fund in stile 2008 ed in particolare ne risentiranno quelli più piccoli particolarmente vulnerabili ridisegnando il settore dei fondi speculativi in modo profondo.

Nel frattempo, nel momento della resa dei conti, gli hedge fund si trovano di fronte a vincoli sul loro stile di investimento poiché alcuni paesi europei (Italia e Spagna) hanno vietato le vendite allo scoperto, la pratica delle scommesse sul calo dei prezzi. Coloro che hanno investito negli hedge fund si sono trovati intrappolati nell'investimento mentre sui mercati si registravano pesanti ribassi, generalizzati a livello di asset class e aree geografiche, come racconta un dossier di Les Echos.

Se è vero che i fondi alternativi tendono a difendersi meglio degli investimenti direzionali nelle fasi di difficoltà, è pur vero che il quadro cambia completamente quando i cali diventano generalizzati. Emerge allora il limite della mancanza di liquidità per questi investimenti, che spesso nelle grandi crisi vengono messi a dura prova. Un esempio per tutti è Renaissance Technology, star degli hedge fund che è in calo del 12%. Tra gli hedge fund più colpiti ci sono anche la Pharo Management di Guillaume Fonkenell, con sede a Londra, che ha circa \$ 10 miliardi in attività, e ha subito un calo di circa il 13% nel mese di marzo 2020 nel suo fondo Gaia da \$ 5 miliardi e

---

<sup>84</sup> Financial Times 27.03.2020- Coronavirus turmoil delivers shock to the hedge fund industry

Autonomy Capital, con sede a New York, che è stata fondata da Robert Gibbins e gestisce circa \$ 6 miliardi di attività, ed ha perso il 17%.

**Figura 25**



Fonte: HFR

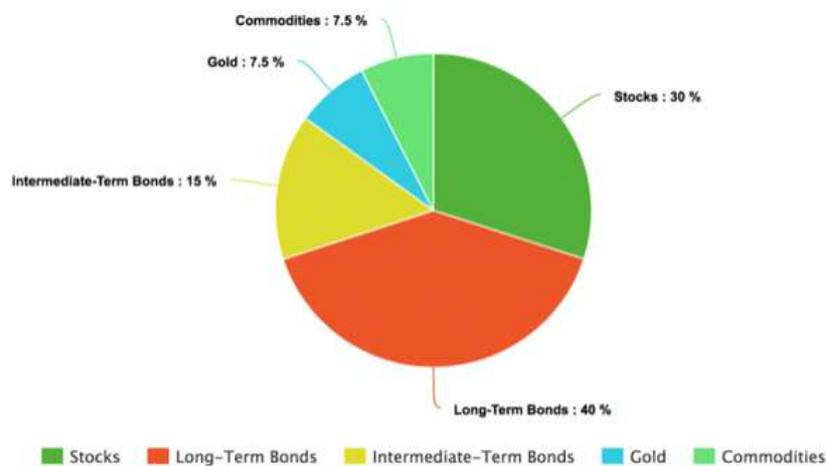
Degna di nota è la netta sottoperformance dell'Hedge Fund VIP di Godman Sachs, che tende a fare meglio del mercato più del 95% delle volte. Questo stesso paniere, ora, è stato ribattezzato ironicamente Hedge Fund Very Intense Plunge (VIP). Infatti, dopo aver fatto meglio del mercato azionario Usa da quando il coronavirus ha iniziato ad agitare gli investitori, alla metà di febbraio, l'HF VIP è ora in calo di quasi il 29% dall'inizio dell'anno, più dello S&P 500.

Tra i più grandi hedge fund che hanno subito perdite ingenti vi è anche il Bridgewater di Ray Dalio la cui waiting list per entrare nel capitale è lunga mesi, se non anni, il capitale minimo da investire è di circa \$5-7,5 miliardi e la commissione minima richiesta è di 500 mila dollari per la strategia 'All Weather', di \$4 milioni per i fondi Pure Alpha e Pure Alpha Major Markets, e di 2 milioni e 700 mila dollari per l'Optimal Portfolio<sup>85</sup>. Bridgewater è un hedge fund con all'interno una serie di fondi sottostanti a gestione attiva, ovvero in cui i fund manager investono scommettendo a favore o contro il

<sup>85</sup> <https://investmentocustodito.com>

mercato, a seconda di una serie di indicatori macroeconomici. I 2 fondi principali di Bridgewater da cui derivano gli altri fondi minori sono il Pure Alpha e l'All Weather. Il Pure Alpha deve il suo nome dall'indicatore alpha che in finanza rappresenta il maggior ritorno rispetto ad un benchmark. Pure Alpha si può quindi tradurre come "puro rendimento rispetto al mercato". Non si conoscono con esattezza gli investimenti nelle varie asset class, ma si sa che il Pure Alpha ha attualmente una dimensione di circa \$ 40 miliardi e un'esposizione a oltre 100 asset non correlati, in particolare ETF azionari sui mercati emergenti. Questo porta il fondo ad essere ciclico (tipico delle azioni), ma ad aver restituito un rendimento medio annuale dell'11% dalla sua nascita. L'All Weather (il fondo per tutte le stagioni) persegue la strategia "risk parity": se le azioni salgono troppo rispetto a certe soglie, il fondo aumenta l'esposizione ai bond o si copre con opzioni o con operazioni short, così da mantenere le proporzioni stabili tra le varie asset class. Il suo rendimento storico è stato dell'8% annuale.

**Figura 26**



Fonte: *ilconsulenteintelligente.com*

Perseguendo strategie differenti, le performance dei 2 fondi sembrano quasi speculari, così che quando uno sale, l'altro performa meno bene, con ritorni a volte inferiori rispetto a quelli azionari generali o alla media degli altri hedge fund. In ogni caso, va notato che il Pure Alpha ha sempre restituito un rendimento positivo negli ultimi anni, in ogni condizione di mercato.

Figura 27 Rendimenti Fondi Ray Dalio

	Ritorno medio dalla creazione	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 YTD
Bridgewater Pure Alpha	11%	2%	3%	2%	1%	15%	1%	-14%
Bridgewater All Weather	8%	9%	-8%	12%	13%	-5%	17%	3%
Ritorno medio hedge fund	n.d.	4%	-1%	6%	9%	-4%	10%	-3%
Yield azionario mondo (MSCI World)	n.d.	5%	-1%	8%	22%	-9%	28%	-21%

A novembre 2019 Ray Dalio con il suo fondo ha scommesso sul ribasso delle borse<sup>86</sup>. Lo ha fatto con una piccola parte del patrimonio di gestione (\$ 1,5 mld, rispetto ai \$160 mld totali). Tanto è vero che la performance del suo fondo Pure Alpha da inizio anno fino a metà marzo è negativa del 14%. Il fondo utilizza questa strategia di scommettere contro il mercato per strutturare delle parti di patrimonio che siano decorellate e “anti-cicliche” e che quindi possano dare rendimento anche quanto il mercato generale va male. Infatti, Bridgewater preferisce dare sempre un ritorno positivo, anche minimo, ai suoi investitori, anche se questi possono essere inferiori rispetto ai rendimenti del mercato in uno specifico anno. E questo è possibile solo realizzando operazioni strategiche di “short-selling” per contenere la massima perdita attesa. E non è la prima volta che questo accade. Bridgewater realizza operazioni di “short-selling” quasi ogni anno, anche durante fasi di mercato espansive.

<sup>86</sup> IL SOLE 24 ORE 21.03.2020 “I misteri del fondo Bridgewater e la maxi scommessa sul crack delle Borse a marzo 2020

Di seguito sono riportati alcuni esempi:

- 2019: opzioni put per USD 1,5mld per scommettere sul ribasso di cento miliardi di dollari di titoli mondiali. Strategia andata molto male. Infatti, in uno dei migliori anni per i mercati, il Pure Alpha ha restituito appena l'1%;
- 2018: "short" su 22 miliardi di titoli europei. Questa strategia ha permesso a Pure Alpha di battere il mercato in quell'anno;
- 2017: "short" su titoli italiani nell'ultimo trimestre. Strategia andata male, in quanto nell'ultimo trimestre il FTSE MIB è rimasto stabile e il Pure Alpha ha registrato ritorni più bassi del mercato;
- 2016: "short" contro la sterlina, l'euro e lo Yen. Strategia andata bene ma evidentemente realizzata con poco capitale, perché il rendimento del Pure Alpha è stato comunque inferiore al mercato.

Ad inizio 2020, quando l'oro quotava a 1.550 dollari l'oncia, prima che scoppiasse la pandemia del coronavirus, l'hedge fund ha dichiarato che nel 2020 l'oro sarebbe salito fino ai \$2.000. Il picco massimo ad aprile 2020 è stato di \$1.747, ma il metallo prezioso per eccellenza potrebbe segnare ancora rialzi maggiori. Inoltre, a metà marzo 2020, è emerso che l'hedge fund ha scommesso ulteriori quindici miliardi di dollari contro il mercato europeo, in particolare contro le economie più forti di Germania, Francia e Olanda. A fine marzo, al culmine della pandemia il fondo principale del Bridgewater è sceso del 20% a seguito di brusche inversioni di azioni, obbligazioni e materie prime.

D'altro canto, alcuni macro-fondi globali, che fanno scommesse su grandi tendenze economiche, sono riusciti a trarre profitto dalla recente volatilità tra cui Brevan Howard Asset Management, Caxton Associates. Regina delle strategie finanziarie nell'era del coronavirus si impone la Universa<sup>87</sup> Investments, con una performance del 4,144%. Per il fondo hedge del finanziere Mark Spitznagel, che ha sede a Miami in Florida per esplicite ragioni fiscali, e dal 2008 vanta un rendimento composito annuale dell'11,5% contro il

---

<sup>87</sup> IL Sole 24 Ore 09.04.2020 - Universa, gli hedge contro la pandemia che rendono il 4.000%

7,9% dell'S&P, simili shock sono il suo business. Il fondo offre strategie create per fare i conti con il cosiddetto «tail risk», il rischio di coda, assicurando protezione agli investitori al cospetto di eventi considerati estremi. Un altro nome per il tail-hedging è black swan investing, vale a dire investimenti da cigno nero, gli avvenimenti imprevedibili con crolli del mercato. Il fondo descrive le sue operazioni come l'accensione di una polizza assicurativa contro catastrofi che consente di perseguire scommesse più aggressive, senza ricorrere a più tradizionali piani per mitigare il rischio, quali la diversificazione degli asset. Un esempio concreto del suo successo nel caso del coronavirus Universa lo ha dato attraverso la descrizione di un portafoglio-modello: un investitore che il mese di febbraio 2020 avesse avuto in portafoglio un 3,3% della strategia per “mitigare il rischio” elaborata da Universa e il resto in un fondo legato all'andamento dell'indice di Borsa S&P 500 sarebbe, a conti fatti, uscito in attivo dello 0,4 per cento.

La scommessa sulla volatilità dei prezzi di Loic Féry, chief executive di Chenavari Investment Managers<sup>88</sup>, ha fatto guadagnare il 60% al suo hedge fund Dynamic Credit Cycle da quasi 500 milioni di dollari in piena crisi finanziaria. La strategia di Féry è stata quella di puntare sulla convessità, l'idea che i prezzi delle obbligazioni diminuiscano all'aumentare degli spread e dei tassi. Chenavari ha quindi scommesso sulla caduta dei prezzi usando sia credit default swap, puntando su determinati indici di credito o anche soltanto scommettendo contro bond che, secondo Féry, erano destinati a scendere. Anche prima della diffusione della pandemia di coronavirus, Féry ha quindi scommesso su un calo dei prezzi, convinto che le valutazioni non riflettessero i rischi di un rallentamento economico. Naturalmente non era possibile prevedere il Cigno Nero coronavirus, che però ha confermato la visione sui mercati del credito di Chenavari, facendo guadagnare alla società molti soldi.

Anche l'hedge fund Valiant Capital Management da 1,4 miliardi, ha vinto la scommessa sul Covid-19 segnando un rialzo del 36% da gennaio 2020 con puntate ribassiste su indici azionari, aziende esposte e contro bond a rischio default<sup>89</sup>. Secondo i documenti degli investitori, il fondo ha registrato guadagni dell'8,2% e del 13,1% rispettivamente nel 2008 e nel 2011. Ma ha guadagnato il 73% dei mesi in cui l'S&P 500 era in calo. Valiant ha sede a San Francisco, una delle prime città americane a prendere seriamente la pandemia da coronavirus e a far scattare contromisure. Il fondo hedge,

---

<sup>88</sup> Financial Times 16.03.2020 Chenavari hedge fund bets on further volatility after big gains

<sup>89</sup> IL Sole 24 Ore 02.04.2020 Valiant, l'hedge che ha vinto la scommessa sul Covid-19

creato da Chris Hansen, aveva pronosticato con dovuto anticipo i potenziali disastri per l'economia globale, traducendo queste preoccupazioni in puntate su cadute degli indici azionari fin da gennaio. A queste aveva fatto seguire in febbraio scommesse short, ribassiste, contro le società che riteneva potessero essere colpite da un rallentamento economico, più vulnerabili ai rovesci tra cui quelle del settore del turismo e quelle accomunate da finanze più fragili o meno trasparenti. Un'ulteriore strategia è stata quella che gli ha permesso di guadagnare dal ricorso a opzioni put rastrellate a basso costo contro indici azionari negli Usa come in India. Oltre alle sue scommesse azionarie, Valiant ha anche ottenuto guadagni in termini di protezione del credito su indici globali investment grade e high yield acquistati a metà febbraio. Quest'ultimi sono diventati più proficui con l'aumentare della probabilità di insolvenze societarie. Il risultato di tutte queste operazioni è stata la crescita in soli 3 mesi, da gennaio a marzo, del 36% del fondo. Un rendimento che contrasta significativamente con la flessione di quasi il 20% subita invece dallo S&P 500 e del 21% sofferta dal globale Msci All World Index. La performance di Valiant segna uno dei migliori rendimenti nel settore degli hedge fund durante il tumulto del mercato fino ad oggi.

## Riepilogo e conclusioni

Sebbene il futuro appaia promettente per il settore degli hedge fund, essi operano in un panorama in rapida evoluzione e quindi, sia i gestori che gli investitori sono ignari delle sfide che questo settore dovrà affrontare nel futuro. Oltre a rendimenti più bassi, il settore degli hedge fund deve ora far fronte a crisi economiche e finanziarie improvvise come quella innescata dalla pandemia del Coronavirus nel 2020 e ad una crescente pressione per abbassare le commissioni pur sostenendo costi operativi sempre più elevati. I manager devono accettare il fatto di operare in un ambiente in continua evoluzione e rendersi conto che, per affrontare il futuro, l'efficienza è vitale per gli hedge fund. Per i fondi più grandi, la crescita è la chiave per creare le economie di scala necessarie per operare in questi tempi di grande instabilità dei mercati. Per i fondi più piccoli, è fondamentale concentrarsi su una nicchia e generare un alpha superiore. Indipendentemente dalle dimensioni, i manager devono adattarsi rapidamente alle nuove tecnologie, soprattutto nelle aree in cui questo può portare a ridurre i costi operativi, anche se ciò significa rinunciare a un certo controllo sfruttando nuove opportunità di outsourcing.

In breve, le strategie degli hedge fund non sono mai state così avanzate e complesse, così da soddisfare le richieste sempre più esigenti degli investitori. Pertanto, in futuro i gestori devono svolgere un lavoro volto ad un continuo miglioramento, al fine di convincere gli investitori che i loro fondi valgono i costi più elevati perché se le spese non sono giustificate da rendimenti maggiori, è probabile che gli investitori si allontanino.

Nonostante queste sfide a breve termine, è probabile che l'industria continui a crescere a lungo termine. Il settore degli hedge fund è stato storicamente veloce ad apportare modifiche e quindi ad evolversi, sebbene le transizioni non siano mai facili. Finché i gestori potranno continuare a trovare modi per soddisfare gli investitori altamente esigenti, aumenteranno le richieste e l'outlook generale di lungo termine per il settore sarà brillante.

## Sitografia

**Il Sole 24 Ore 2 aprile 2020**, “*Valiant, l’hedge che ha vinto la scommessa sul Covid-19*” disponibile all’indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/valiant-l-hedge-che-ha-vinto-scommessa-covid-19-ADMN6IH>

**Il Sole 24 ORE**, “*Value trap*” disponibile all’indirizzo <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/value-trap.html>

**Morningstar**, “*Una classificazione per gli alternativi*” disponibile all’indirizzo <https://www.morningstar.it/it/news/142322/una-classificazione-per-gli-alternativi.aspx>)

**Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission**  
Roundtable on Hedge Funds, May 14-15, 2003, Submitted by David A. Vaughan Partner, Dechert LLP  
disponibile all’indirizzo <https://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>

**Eureka hedge**, “*Karsten, Jones and the Origin of Hedge Funds*” May 2004 Christopher Dennistoun  
disponibile all’indirizzo [https://www.eurekahedge.com/NewsAndEvents/News/1051/Karsten\\_Jones\\_and\\_the\\_Origin\\_of\\_Hedge\\_Funds](https://www.eurekahedge.com/NewsAndEvents/News/1051/Karsten_Jones_and_the_Origin_of_Hedge_Funds)

**La Repubblica, 27 luglio 1997**, “*SOROS UCCIDE IL MIRACOLO ASIATICO*” disponibile all’indirizzo <https://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/1997/07/27/soros-uccide-il-miracolo-asiatico.html>

**Parlamento Europeo**, “*Relazione 17 dicembre 2003, sul futuro degli Hedge funds (fondi di speculazione) e dei derivati (2003/2082(INI))*” disponibile all’indirizzo <https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A5-2003-0476+0+DOC+XML+V0//IT>

**Financial Times**, “*Coronavirus turmoil delivers shock to the hedge fund industry*” disponibile all’indirizzo <https://www.ft.com/content/e0ecd955-1662-4e30-a54e-5e131843951e>

**Liang, Bing**, Hedge Fund Returns: “*Auditing and Accuracy (2002)*” disponibile all’indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=321720>

**Investilandia**, “*Strategia di trading azionario: la Mean Reversion*” disponibile all’indirizzo <http://www.investilandia.it/strategia-trading-azionario-la-mean-reversion/>

**Guide SuperEva**, “*Arbitraggio e Arbitraggio statistico- Fra le strategie quella dell'arbitraggio è una delle più sicure con un rischio quasi nullo.*” Disponibile all’indirizzo <http://guide.supereva.it/trading/interventi/2005/02/199690.shtml>

**IFC Markets**, “*Strategia di Spread/Pair Trading*” disponibile all’indirizzo <https://www.ifcmarkets.com/it/forex-trading-strategies/spread-pair-trading>

**Starting finance**, “*COSA SONO I FONDI DI INVESTIMENTO?*”, disponibile all’indirizzo <http://www.startingfinance.com/fondi-di-investimento>

**Starting finance**, “*Quando i premi nobel all’economia falliscono: Il fondo LTCM*” disponibile all’indirizzo <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/fondo-long-term-capital-management/>

**Luca De Biasi – Wealth Business Leader Mercer**, “*hedge funds: fonti di rendimento alternative al servizio della diversificazione*” disponibile all’indirizzo [https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/Articolo\\_HF-rev2.pdf](https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/Articolo_HF-rev2.pdf)

**ANSA**, “*Che cos’è un Hedge Fund?*”, disponibile all’indirizzo [https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza\\_personale/static/hedgefund.html](https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza_personale/static/hedgefund.html)

**Educatt**, “*APPUNTI SUGLI HEDGE FUNDS DI GIUSEPPE BERARDINI*” disponibile all’indirizzo <http://www.educatt.it/collegi/archivio/QDL201003berardini.pdf>

**Rassegna trimestrale BRI**, marzo 2005, “*Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un’analisi temporale*” disponibile all’indirizzo [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0503ita\\_f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0503ita_f.pdf)

**Borsa Inside**, “*Come funziona la leva finanziaria nel Forex Trading*” disponibile all’indirizzo <https://www.borsainside.com/forex/72589-come-funziona-la-leva-finanziaria-nel-forex-trading/>

**Finanza on line**, “*Che cosa sono e come investire sugli Hedge Fund*” disponibile all’indirizzo <https://www.finanzaonline.com/education/hedge-fund/che-cosa-sono-come-investire-sugli-hedge-fund/>

**Banca Commerciale Italiana**, “*hedge funds: la loro attività e le proposte di regolamentazione*” disponibile all’indirizzo ([https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroupportal/repository-documenti/public/Contenuti/RISORSE/Documenti%20PDF/PDF\\_sepa/CNT-04-000000027339.pdf](https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroupportal/repository-documenti/public/Contenuti/RISORSE/Documenti%20PDF/PDF_sepa/CNT-04-000000027339.pdf))

**Borsa Italiana**, “*Hedge FUND: cos’è e come funziona un Fondo Speculativo*” disponibile all’indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>

**Alliance Bernstei**, “*padroneggiare la volatilità azionaria*” disponibile all’indirizzo <https://www.alliancebernstein.com/library/Padroneggiare-la-volatilita-azionaria.htm>

**Performance Trading**, “*Le frodi nell’ambito degli Edge Fund- Struttura organizzativa e attori coinvolti*” disponibile all’indirizzo [https://www.performancetrading.it/Documents/SanFF/106\\_Structura\\_organizzativa\\_e\\_attori\\_coinvolti.html](https://www.performancetrading.it/Documents/SanFF/106_Structura_organizzativa_e_attori_coinvolti.html)

**Banche E Banchieri** n. 1 2005, “*GLI HEDGE FUND: MODELLI DI BUSINESS E VALUTAZIONE DELLE SGR SPECULATIVE*” disponibile all’indirizzo <http://www.morovisconti.com/wp/wp-content/uploads/2018/07/hedge-fund-e-sgr-speculative.pdf>

**Soldi on Line**, “*Costi e fondi: cosa sono le commissioni di performance?*” disponibile all’indirizzo <https://www.soldionline.it/guide/prodotti-finanziari/commissioni-performance-fondi>

**Università degli Studi di Macerata- Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie**, “*Profili istituzionali e reddituali degli hedge funds*” disponibile all’indirizzo <http://economiaediritto.unimc.it/it/ricerca/quaderni/QDief292006.pdf>

**First On Line**, “*Risparmio gestito e commissioni di performance: tutto quello che bisogna sapere*” disponibile all’indirizzo <https://www.firstonline.info/risparmio-gestito-e-commissioni-di-performance-tutto-quello-che-bisogna-sapere/>

**Nigro, Casimiro Antonio and Romano, Giovanni**, “*Hedge Funds Regulation in the US: From the Near-Collapse of Long-Term Capital Management to the Dodd-Frank Act 2010 (March 24, 2012).*” Vittorio Santoro (ed.), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*. Vol. 1, Milano, 2012, pp.LLIX-512. disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2238655>  
[https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID2238655\\_code1386021.pdf?abstractid=2238655](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2238655_code1386021.pdf?abstractid=2238655)

**Rivista Bancaria Minerva Bancaria**, “*Hedge Funds: fonti di rendimento alternative al servizio della diversificazione*” disponibile all’indirizzo [https://rivistabancaria.it/wp-content/uploads/member-files/RBMB\\_2018\\_1\\_05\\_Rubrica\\_DeBiasi.pdf](https://rivistabancaria.it/wp-content/uploads/member-files/RBMB_2018_1_05_Rubrica_DeBiasi.pdf)

**Investitore Vincente**, “*Come costruire e gestire i tuoi portafogli finanziari*” disponibile all’indirizzo <http://investitorevincente.com/blog/2015/04/29/la-costruzione-e-la-gestione-dei-portafogli-finanziari/>

**Option tradingpedia**, “*Option Trading Risk Graphs*” disponibile all’indirizzo [http://www.optiontradingpedia.com/option\\_trading\\_risk\\_graphs.htm](http://www.optiontradingpedia.com/option_trading_risk_graphs.htm)

**Algoritmica**, “*Un mito del trading in opzioni da riesaminare: l’Iron Condor*” disponibile all’indirizzo <https://www.algoritmica.pro/trading/iron-condor-trading-sistematico-opzioni/>

**Interactive Brokers**, “*Arbitraggio su fusioni: negoziare in società coinvolte in fusioni/acquisizioni*” disponibile all’indirizzo <https://ibkb.interactivebrokers.com/it/article/2132>

**Educazione Finanziaria**, “*fondi di fondi: cosa sono e come funzionano? Costi, rendimenti e performance*” disponibile all’indirizzo <https://www.educazionefinanziaria.com/finanza-personale/fondi-di-fondi/>

**Investimento custodito**, “*la scommessa di Dalio contro il mercato*” disponibile all’indirizzo <https://investimentocustodito.com/la-scommessa-di-dalio-contro-il-mercato-cose-un-hedge-fund-parte-1/>

**The Wall Street Journal**, “*This Hedge Fund Saw Risks of Coronavirus Early. Now It’s Up 36%*” disponibile all’indirizzo <https://www.wsj.com/articles/this-hedge-fund-saw-risks-of-coronavirus-early-now-its-up-36-11585819802>

**Eichengreen - Mathieson**, “*Hedge funds: what do we really know?*”, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 1999

**Llewellyn**, “*The Economic Rationale for Financial Regulation*”, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 1999;

**Liuc Papers n. 130**, supplemento ad agosto 2003 “*Un’analisi comparata degli hedge fund*”, in Financial markets and corporate governance, 2003 disponibile all’indirizzo <http://www.biblio.liuc.it/liucpapersita.asp?codice=135>

**Shadab**, “*The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*”, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2009;

## Bibliografia

- ZASK, EZRA.** 2013. *“All About Hedge Funds. New York”* - McGraw-Hill.
- VIOLANTE UMBERTO,** *“Profili giuridici del mercato dei crediti in sofferenza”*, 2012
- FREDERIC S. MISHKIN, STANLEY G. EAKINS, GIANCARLO FORESTIERI,** *“Istituzioni e mercati finanziari”* Pearson; 12 edizione (3 dicembre 2018)
- KARSTEN, Karl.,** *“Scientific Forecasting. Its methods and application to practical business and to stock market operations.”* New York: Greenberg, 1931
- DEGREGORI & PARTNERS,** *“Il Risparmio Gestito”* Edizioni R.E.I. (29 dicembre 2015)
- AMMINISTRAZIONE & FINANZA** 18/2006
- MANULI,** *“Gli hedge funds parlano italiano”*, Milano, 2003;
- PIA,** *“Hedge funds: fondi di copertura o fondi speculativi?”*, TORINO, 2002;
- ESPOSITO,** *“Hedge funds: la loro attività e le proposte di regolamentazione”*, in Banca commerciale italiana, 1999;
- RICCARDO CESARI,** *“Introduzione alla finanza matematica: Derivati, prezzi e coperture”*, 2010
- KRAAKMAN ET AL.,** *“Diritto societario comparato”*, ed. it. a cura di ENRIQUES, Bologna, 2008
- DALLOCCHIO - LUCCHINI - ANATRIELLO,** *“Il ruolo degli hedge funds nelle operazioni di corporate restructuring”*, in Economia e management, 2006;
- DI CAPUA,** *“Quali prospettive per gli hedge funds?”*, in Amministrazione & Finanza, 2001
- COLAVOLPE,** *“Fondi comuni di investimento: le recenti modifiche al D.M. 24 maggio 1999, n. 228”*, in Società, 2003, 1028
- COLAVOLPE,** *“Fondi comuni di investimento: il provvedimento Banca d'Italia del 27 agosto 2003”*, in Società, 2003, 1535
- TADINI,** *“Gli hedge fund”*, in Impresa c. i., 2001, 597
- ANNUNZIATA,** *“La disciplina del mercato mobiliare”*, Torino, 2004
- BURCHI,** *“I problemi della regolamentazione degli hedge fund in Europa: la necessità di un'armonizzazione”*, in Bancaria, I, 2006, 93.
- CARDASCIA,** *“Fondi speculativi, uno strumento per investitori sofisticati”*, in Amministrazione & Finanza, 2006, 52.
- DEGREGORI AND PARTNERS,** *“Investire in Hedge Funds”* Edizioni R.E.I. (24 aprile 2016)
- ROGER LOWENSTEIN,** *“When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management”* Editore: William Collins (30 gennaio 2014)
- H. KENT BAKER,** *“Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance (Financial Markets and Investments)”* Oxford University Press; 1 edizione (26 luglio 2017)

## **Ringraziamenti**

*Vorrei dedicare qualche riga a coloro che hanno contribuito alla realizzazione della mia tesi di laurea.*

*Desidero innanzitutto ringraziare il mio relatore Prof. Alfredo Pallini, per i suoi consigli, i preziosi insegnamenti trasmessi durante tutto il percorso di studi, per la cortesia e la disponibilità dimostratemi.*

*Dedico un ringraziamento profondo a mio padre Denis che è, e sarà sempre, il mio insegnante di vita e a mia madre Paola da cui ho imparato ad essere una persona paziente e determinata.*

*Un ringraziamento speciale alla mia fidanzata Sara per aver creduto in me completamente e perché, nonostante la distanza fisica che ci separava, c'è sempre stata.*

*Infine, dedico questa tesi a me stesso, ai miei sacrifici e alla mia tenacia che mi hanno permesso di arrivare a questo traguardo importante.*